РЫНОК АКЦИЙ РФ

СТРАТЕГИЯ НА 4К26 И 2027 Г.

ОПЦИОН НА СВЕТЛОЕ БУДУЩЕЕ

В 3К26 индекс МосБиржи опускался до минимальных аж с 2022 г. значений и, несмотря на случившийся отскок, все еще находится на 12% ниже уровня начала этого года. Сверхвысокая премия за риск инвестирования в акции (~13% сейчас), обусловленная переоценкой геополитических и инфраструктурных рисков, пока перевешивает позитивный эффект от снижения ключевой ставки на 200 б. п. и ралли в нефтяных ценах. Средневзвешенный коэффициент P/E на следующий год по индексу на основе консенсус-прогнозов равен всего 3,3, что все еще близко к рекордно низкому значению. Как показал проведенный нами анализ чувствительности, даже если доходности длинных ОФЗ вырастут до 17%, а цена «Юралс» вновь опустится до $50/барр., в индексе все равно сохраняется потенциал роста в ~25% плюс средневзвешенная дивидендная доходность в 14% до конца 2027 г. Рассчитанное же нами в рамках базового сценария, где некоторые параметры близки к текущим рыночным условиям, справедливое значение индекса МосБиржи на конец следующего года — 3150 пунктов, что в сочетании с дивидендами дает прогнозную полную доходность в 54%, тогда как в позитивном сценарии, где «Юралс» закрепляется выше $90 за баррель, а Банк России продолжает смягчать ДКП, и вовсе достигает 75%.

Катализаторы: прогресс в переговорах между Россией и Украиной; снижение ключевой ставки; смягчение санкций; девальвация рубля; рост цен на сырьевые товары; выплата дивидендов.

Риски: новые санкции; геополитическая эскалация; рост налоговой нагрузки; повышение ключевой ставки; навес ранее заблокированных ценных бумаг; падение цен на сырьевые товары; ревальвация рубля.

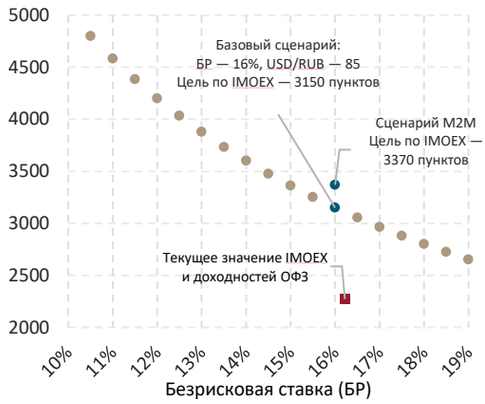
Наш базовый сценарий дает справедливое значение IMOEX на конец 2027 г. в 3150 пунктов. Полученное на основе наших финансовых моделей эмитентов, формирующих индекс, значение на 6% ниже прежней оценки на конец 2026 г. (3350). Используемую в моделях безрисковую ставку мы повысили с 15,0% до 16,0% с учетом средней за прошедший квартал доходности длинных ОФЗ. Мы также скорректировали с 7% до 8% премию за риск инвестирования в акции (ERP), что призвано отразить развитие ситуации в последние месяцы. Прогноз по среднему курсу USD/RUB на 2026 г. оставляем неизменным на отметке 81, как и 85 на 2027 г. Негативное влияние, которое на оценку оказали выросшие ставки дисконтирования, частично компенсировалось хорошей корпоративной отчетностью за 2К26 и сдвигом горизонта оценки на конец 2027 г.

Видим недооценку даже с повышенной премией за риск инвестирования. Наши расчеты все равно предполагают рост главного российского индекса на ~40%, что вместе с 14%-ной средневзвешенной дивидендной доходностью до конца следующего года дает на этом горизонте в 15 месяцев полную расчетную доходность в ~54%. В нашем базовом сценарии, который мы бы назвали скорее консервативным, средневзвешенный коэффициент P/E 2026П по индексу — 3,7, P/E 2027П — 3,4, что близко к минимальному за последние 10 лет значению, а в сценарии с сегодняшними спотовыми ценами на сырьевые товары и курсом валют (M2M) коэффициент P/E 2027П составляет уже 3,0. Отметим также, что отношение капитализации фондового рынка к ВВП (менее 20%) соответствует сейчас началу 2000-х или пику кризиса 2008 г.

Потенциал роста увеличится, если восстановится долговой рынок и сохранятся высокие цены на нефть. Даже после отскока рынка расчетная премия за риск инвестирования в акции составляет ~13%, а доходности длинных ОФЗ, примерно на 250 б. п. превышающие «ключ», отражают опасения инвесторов в отношении бюджетного дефицита, инфраструктурные и налоговые риски. Если учесть, что, вопреки расчетам некоторых из участников торгов, негативный эскалационный сценарий так и не материализовался, дефицит бюджета-2027 ожидания не превысил, а ключевую ставку центральный банк, вполне возможно, опустит до 13,5% уже к концу 2026 г., вероятность снижения доходностей ОФЗ в 4К26 ближе к 15% представляется довольно высокой. В этом случае целевое значение IMOEX, как показывает наш анализ чувствительности, возрастает до 3360 пунктов. Если же при смягчении ДКП еще и цена «Юралс» закрепится около $90 или выше — то и до 3650 пунктов, а это предполагает рост с текущих уровней на 60%.

В центре внимания остаются нефтегазовый сектор и бенефициары снижения ставки. Вероятность сохранения весьма высоких цен на нефть и газ и снижения «ключа» мы оцениваем как значительную, ввиду чего в наш список фаворитов попадают акции, которым эти факторы благоприятствуют в наибольшей мере. Ряд бумаг, включая часть наших фаворитов, необоснованно, на наш взгляд, проиграли по динамике котировок даже на отскочившем рынке — а значит, там сохраняется значительный фундаментальный потенциал роста. Состав нашего модельного портфеля оставляем без изменений, а его полную доходность до конца 2027 г. оцениваем в ~60%, что позволяет нам рассчитывать на результат лучше индекса МосБиржи.

ЗНАЧЕНИЯ IMOEX НА КОНЕЦ 2027 Г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ БЕЗРИСКОВОЙ СТАВКИ



Источник: Банк Синара

СТРУКТУРА ПОТЕНЦИАЛА РОСТА ИНДЕКСА МОСБИРЖИ



Источник: Банк Синара

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЙ КОЭФФИЦИЕНТ P/E НА СЛЕДУЮЩИЙ ГОД ПО ИНДЕКСУ МОСБИРЖИ



Примечание. С октября 2022 г. коэффициент рассчитан на базе консенсус-прогноза по чистой прибыли на следующий год, составленного СПбМТСБ.
Источники: СПбМТСБ, Московская Биржа, Bloomberg, Банк Синара

МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ: СТРУКТУРА И ОБОСНОВАНИЕ

Наш модельный портфель, который по полной доходности показывает в этом году результат, сопоставимый с индексом МосБиржи, и полная же расчетная доходность которого до конца 2027 г. составляет 61% (против 54% в случае IMOEX), состоит из 14 бумаг с рейтингом «Покупать», где видим оптимальное соотношение риска и потенциальной выгоды. Их веса в нашем портфеле больше, чем в индексе МосБиржи, используемом как бенчмарк для оценки эффективности аллокации. Далее приводится обоснование по каждой бумаге из числа наших фаворитов.

Газпром (140 руб/акцию — *здесь и далее в скобках указаны целевая цена и, если применимо, вид акций*) показал в 1П26 снижение капзатрат (в широком определении) на 20% г/г, что подтверждает наш прогноз об их уменьшении на 15% за весь 2026 г. Результаты 2К26 оказались лучше ожиданий, но на величине СДП отрицательно сказался рост оборотного капитала. Благодаря взлетевшим ценам на нефть, нефтепродукты и газ 3К26 тоже, видимо, оказался успешным кварталом. Полагаем, по итогам 2026 г. положительный СДП все же позволит возобновить выплаты дивидендов: исходя из 50% чистой прибыли по МСФО считаем реалистичной доходность 27%. На фоне ближневосточного конфликта Газпром усилил переговорные позиции по «Силе Байкала». Газовый сегмент, полагаем, выиграет в 2026–2028 гг. от прироста экспорта в Китай, старта продаж СИБУР Холдингу на Дальнем Востоке и индексации тарифов. Рыночная оценка газового бизнеса Газпрома подразумевает EV/EBITDA 2027П в 2,2–2,3 при медианных по сектору 2,7.

ЛУКОЙЛ (6150 руб/акцию) все еще ведет переговоры о продаже зарубежных активов, в то время как США продлевают лицензию, дающую соответствующее право. Потенциальную сделку оцениваем в $10 млрд. Результаты за 1П26 показывают, что ЛУКОЙЛ способен генерировать большой СДП без зарубежных активов: доходность по расчетным промежуточным дивидендам оцениваем в 8%. А на горизонте в 12 месяцев уже прогнозируем дивидендную доходность около 15% — лучшую из обыкновенных акций в этом секторе. Бумага торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 2027П в 2,7, вровень с секторальной медианой.

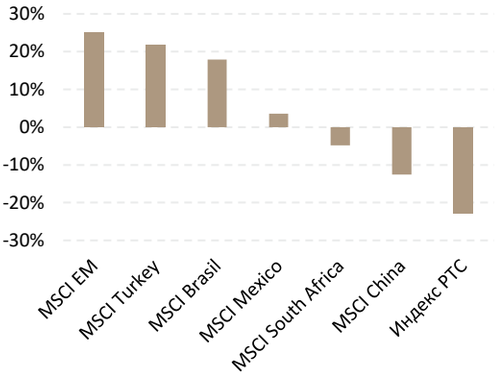
Роснефть (495 руб/акцию) обладает значительным потенциалом увеличения добычи за счет гигантского проекта «Восток Ойл» и уже пользуется связанными с ним налоговыми льготами. В сентябре этого года открыла терминал «Бухта Север» и загрузила четыре танкера, в 2П27 планирует вывести «Восток Ойл» на добычу 0,6 мбс. Развитие проекта сдерживалось сокращением производства по соглашению ОПЕК+, однако теперь реализация, вероятно, ускорится, поскольку кризис на Ближнем Востоке показал уязвимость поставок из ключевых стран картеля. На конец 2К26 отношение чистого долга к EBITDA составляло 1,9. Учитывая динамику добычи, включая «Восток Ойл», мы ожидаем увеличения EBITDA к 2030 г. на 50% по отношению к 2025 г. при уменьшении EV/EBITDA 2030П до 2,5 (EV/EBITDA 2027П – 3,8).

Яндекс (6000 руб/акцию), занимая доминирующие позиции в онлайн-поиске, генерирует большие доходы от интернет-рекламы; значимым источником денежных потоков также выступает сегмент «Райдтех». Средства, полученные от этих подразделений, позволяют финансировать новые бизнесы, такие как медиа, облачные сервисы, беспилотные транспортные средства, финтех или ИИ, где долгосрочные перспективы рынок, на наш взгляд, недооценивает, если учитывать технологическое лидерство Яндекса и популярности его экосистемы. Работающая в сегментах услуг для частных лиц (B2C) и бизнесов (B2B) компания имеет все возможности, чтобы остаться лидером в своей отрасли. В этом году мы ожидаем роста выручки на 21%. По EV/EBITDA 2026П бумага торгуется на уровне 4,0. Потенциальными катализаторами считаем публикацию хороших результатов и рост новых бизнесов.

Оглавление

Модельный портфель: структура и обоснование 2
Макроэкономика 5
Безрисковая ставка: тучи сгущаются 6
Опцион на светлое будущее 7
Рынок IPO 13
Нефтяные компании 14
Газовые компании 15
Финансовые компании 17
Компании цветной металлургии 19
Производители стали и угля 20
Производители золота и алмазов 21
Производители удобрений 22
Технологические компании 24
Телекоммуникационные компании 26
Компании розничной торговли 28
Генерирующие компании 30
Электросетевые компании 32
Транспортные компании 34
Строительные компании 36
Инвестиционные заключения по остальным анализируемым компаниям 38

ИЗМЕНЕНИЕ ИНДЕКСА РТС В СРАВНЕНИИ С ИНДЕКСАМИ MSCI РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: Cbonds, Банк Синара

МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Бумага	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Цена на закрытие 24.09.2026, руб/акцию	Рыночная капитализация, $ млрд	Степень риска	Дивидендная доходность (12 месяцев)	P/E 2026	P/E 2027	EV/EBITDA 2026	EV/EBITDA 2027	Чистый долг / EBITDA 2026	Вес в портфеле
Газпром	140	38%	101	28,3	●●○○○	27%	1,8	1,8	2,6	2,7	1,7	16%
ЛУКОЙЛ	6150	13%	5420	44,3	●●○○○	15%	5,7	5,8	2,5	2,7	отриц.	16%
Роснефть	495	34%	368	46,0	●●○○○	7%	6,8	5,5	4,1	3,8	1,2	8%
Яндекс	6000	61%	3733	16,7	●●●○○	6%	10,2	7,4	4,0	3,2	0,7	8%
Новатэк	1 450	34%	1083	38,8	●●○○○	8%	6,4	5,8	3,5	3,2	отриц.	8%
Т-Технологии	424	65%	258	8,4	●●●○○	8%	3,4	2,7	0,8*	0,7*		7%
Полюс	1506	53%	985	11,1	●●●●●	0%	5,2	4,6	2,5	2,6	0,9	7%
КЦ ИКС 5	2 700	47%	1840	5,3	●●●○○	28%	4,6	3,4	2,6	2,2	1,3	7%
Озон	6800	128%	2989	7,6	●●●○○	0%	72,1	6,9	4,2	3,3	1,8	6%
ТМК	84,0	42%	59,3	0,8	●●●○○	0%	отриц.	7,2	13,6	4,6	11,5	4%
ММК	29,0	35%	21,6	2,8	●●●○○	0%	7,3	5,1	1,7	1,4	отриц.	4%
АФК Система	13,7	86%	7,35	0,8	●●●○○	0%						4%
МТС	270	54%	176	3,9	●○○○○	11%	5,1	7,5	2,8	2,4	1,9	3%
Ростелеком	87,5	123%	39,2	1,5	●●●○○	12%	4,2	3,0	2,3	2,2		2%
Средневзвешенное значение		**48%**				**12%**	**4,2**	**3,9**	**2,9****	**2,9****		

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

НОВАТЭК (1450 руб/акцию) построил две очереди проекта «Арктик СПГ 2» и, по данным СМИ, в этом году отправил в Китай около 3 млн т СПГ. Прогнозируем, что, получив в 2026 г. новые танкеры арктического класса, загрузит мощности «Арктик СПГ 2» на 25–30%, а в 2027 г. — на 50–60%. Согласно сообщениям СМИ, возобновилась доставка оборудования для строительства третьей очереди, в то время как китайские терминалы готовятся расширить мощности приема его СПГ. Традиционный бизнес, ориентированный на экспорт ЖУВ и продажу газа на внутреннем рынке, остается стабильным, а ресурсная база поддерживается освоением новых месторождений среднего размера.

Компания **Т-Технологии (424 руб/акцию)** создала уникальную бизнес-модель цифрового банка, которая строится вокруг каждого отдельного клиента, исходя из его «чистой стоимости» в 30%. Чтобы делать оптимальные предложения, увеличивать перекрестные продажи и стимулировать клиентов к переходу на продукты более высоких ценовых категорий, компания использует передовые ИТ-технологии. Ее диверсификация вкупе с гибкостью обеспечивает солидные показатели ROE. В 2024 г. Т-Технологии приобрели Росбанк у собственного крупнейшего акционера, создав с ним инвестиционное СП. Предполагаем, что рентабельность капитала акционеров останется выше 25%.

Полюс (1506 руб/акцию). Приостановка выплаты дивидендов и публикация крайне урезанной отчетности привели к обвалу котировок из-за опасений больших налогов, выкупа акций и т. д. Вместе с тем изменений в бизнесе не произошло — с фундаментальной точки зрения он по-прежнему выглядит сильно и привлекательно, особенно с учетом высоких цен на золото. Падение акций вылилось в снижение мультипликатора EV/EBITDA 2027П до 2,6 — примерно на уровне «закрытого» НЛМК. В нашей новой модели мы допустили консервативные оценки по «прочим расходам» в 2026–2027 гг. и применили дополнительную премию в 5% за корпоративный риск в расчете премии за риск инвестирования в акции. Обнародование параметров налога на сверхдоходы позитивно для бумаг Полюса: мы и рынок в среднем ожидали подобных выплат в размере около 100 млрд руб., а по факту будет исчислено, вероятно, около 30 млрд руб. в следующем году. С учетом этих аспектов бумага выглядит сильно недооцененной по фундаментальным критериям.

Корпоративный центр ИКС 5 (2700 руб/акцию) — ведущая компания розницы с прочными позициями в сегментах супермаркетов и магазинов «у дома» — много инвестирует в сеть жестких дискаунтеров («Чижик») и в среднесрочной перспективе должна обгонять рынок по росту выручки, но в этом году ожидаем снижения темпа до +12%. Отметим к тому же лучшие в секторе операционные результаты и хороший баланс. В конце нынешнего года или в начале будущего ожидается выплата промежуточных дивидендов (суммарно доходность ~28%). Повышению котировок могла бы способствовать монетизация казначейского пакета (10%), на которую менеджмент уже получил разрешение. По EV/EBITDA 2026П бумага торгуется на уровне 2,6 против 3,2 у Магнита и 3,8 — у Ленты.

Озон (6800 руб/акцию), второй на российском рынке маркетплейс, продолжал демонстрировать впечатляющий рост GMV в 1П26, улучшая юнит-экономику. Вместе с тем сейчас в центре внимания рынка находятся связанные с атаками на логистическую инфраструктуру риски. Мы не считаем их критическими, но потенциальные дополнительные расходы на перестройку и адаптацию бизнес-модели к изменившейся ситуации могут замедлить рост. Озон довольно высоко торгуется по мультипликаторам (EV/EBITDA 2026П — 4,2), что, по-видимому, отражает ожидания увеличения прибыли хорошим темпом (по нашей оценке, EBITDA в 2026 г. прибавит 31%, в 2027 г. — 30%).

ТМК (84 руб/акцию) должна выиграть в этом году от скачка цен на нефть и газ, благодаря которому их производители смогут увеличить свои капзатраты, в том числе на закупку труб OCTG. Низшая точка по спросу в данном сегменте была пройдена в 1К26, и уже в 2К26 наметился рост. Реализация проекта «Сила Байкала» уже не столь очевидна, как ранее, поэтому мы сократили прогноз по продажам труб большого диаметра в 2027 г., но спрос на них должен все равно вырасти на фоне отложенного спроса.

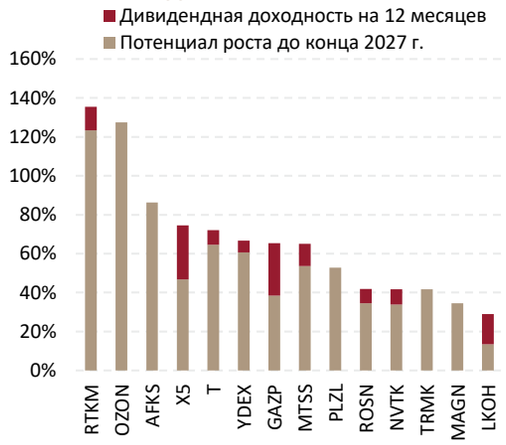
ММК (29 руб/акцию) в плане прибыли сильнее НЛМК и Северстали пострадал от падения внутреннего рынка в 2025 г., но при восстановлении рынка стали обгонит конкурентов по динамике и производственных, и финансовых показателей. При этом бумага по-прежнему торгуется с неоправданно низким мультипликатором EV/EBITDA: 1,7 по 2026 г. и 1,4 по 2027 г.

ПОЛНАЯ ДОХОДНОСТЬ МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ И ИНДЕКСА МОСБИРЖИ



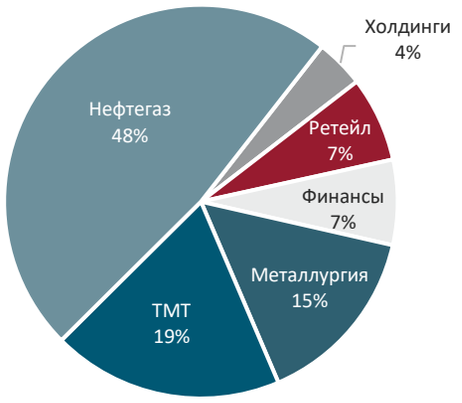
Источники: Московская Биржа, Банк Синара

ПРОГНОЗИРУЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ ПО БУМАГАМ ИЗ НАШЕГО МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ



Источники: Московская Биржа, Банк Синара

СТРУКТУРА МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ



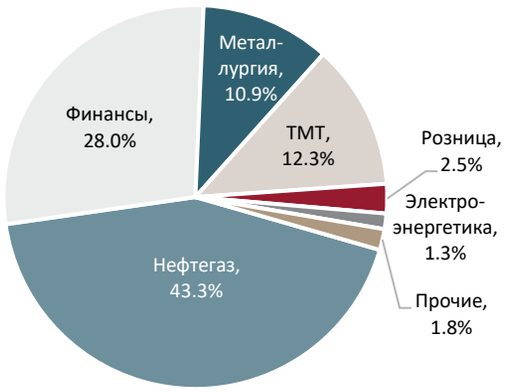
Источник: Банк Синара

АФК Система (13,7 руб/акцию) работает во множестве секторов экономики, включая телекоммуникации, фармацевтику, интернет-торговлю, сельское хозяйство. Компания получает стабильные доходы в виде дивидендов от МТС, которые может использовать для инвестиций в новые направления или для обслуживания долгов на корпоративном уровне. В условиях высоких процентных ставок риски видим в большой долговой нагрузке корпоративного центра — снижение ставок обернулось бы существенной выгодой для АФК Система. В 2К26 она объявила о привлечении 320 млрд руб. «инвестиционного ресурса», и в рамках этой сделки в залог передан крупный пакет акций Озона. Вместе с тем полностью детали и экономический эффект по-прежнему неясны. Компания торгуется с дисконтом около 50% к сумме частей по рыночной стоимости портфельных активов против более характерных прежде 25–35%. Вывод непубличных активов на биржу может стать дополнительным фактором роста стоимости холдинга, однако слабая конъюнктура не позволит это сделать в ближайшей перспективе.

МТС (270 руб/акцию), ведущий оператор мобильной связи в России, благодаря огромной базе абонентов сохраняет высокие показатели EBITDA, что позволяет генерировать солидные денежные потоки. Новая дивидендная политика по-прежнему предполагает большой объем возвращаемых акционерам средств, но при этом часть будет поступать в виде выкупа акций, а минимум 70% будут выплачиваться в форме дивидендов. Активное развитие экосистемы и финтеха обеспечивает дополнительные доходы и закладывает основу долгосрочного роста, однако изменение структуры выручки ведет к некоторому ухудшению показателей рентабельности. Отдельные «дочки», такие как Юрент или МТС Рекламные технологии, могут при условии стабилизации ситуации выйти на биржу, что повысило бы оценку материнской компании.

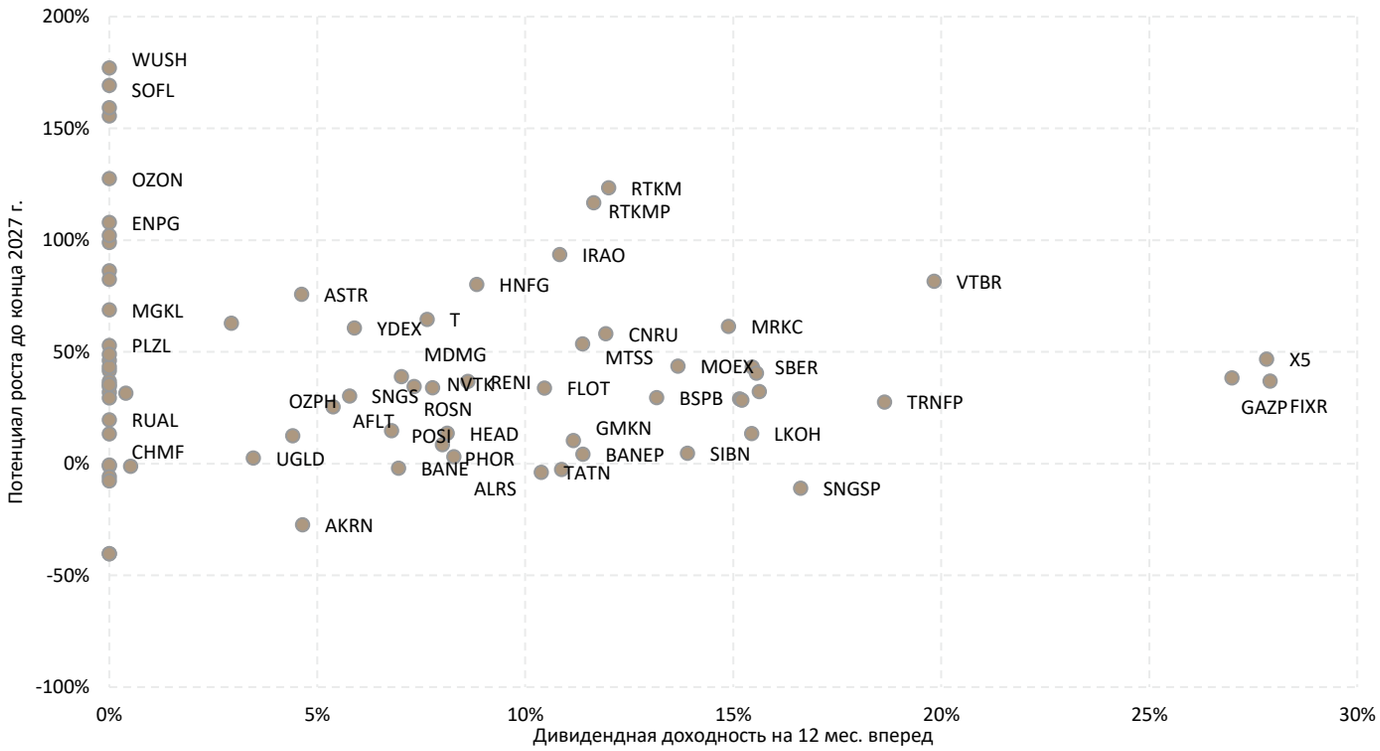
Ростелеком (87,5 руб/ао) — поставщик широкого спектра услуг связи, участвует в ряде госпрограмм цифровизации. В дополнение к традиционной телефонии развивает новые направления, включая облачные технологии, дата-центры, кибербезопасность. Можно утверждать, что IPO «дочек», занятых в этих сферах (например, РТК-ЦОД), повлечет за собой, при условии общего улучшения среды, рыночную переоценку Ростелекома в целом. При текущих котировках дивидендная политика предполагает сравнительно скромную дивдоходность в 5%, однако новая стратегия предусматривает удвоение совокупного объема дивидендных выплат за следующие пять лет.

СТРУКТУРА ИНДЕКСА МОСБИРЖИ



Источники: Московская Биржа, Банк Синара

СООТНОШЕНИЕ ПОТЕНЦИАЛА РОСТА ДО КОНЦА 2027 Г. И ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТИ НА 12 МЕСЯЦЕВ ВПЕРЕД ПО АНАЛИЗИРУЕМЫМ НАМИ АКЦИЯМ



Примечание. Данные по ценам на закрытие торговой сессии 24.09.2026.

Источник: Банк Синара

МАКРОЭКОНОМИКА

Экономика по-прежнему пребывает не в оптимальной — но и не в худшей — форме. Учитывая ограниченный потенциал смягчения ДКП, прогноз по росту ВВП в 2026 г. оставляем на уровне 0,5%. Не меняем и прогнозы по среднему по 2026 г. курсу USD/RUB и по ключевой ставке на конец года, хотя отмечаем бюджетные риски и потенциальный дефицит на рынке топлива.

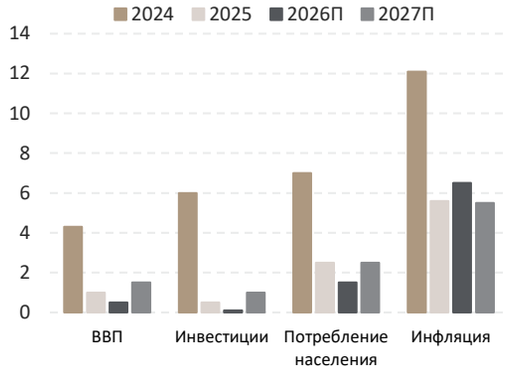
По итогам года прогнозируем 0,5%-ный рост ВВП. Летние цифры по большому счету говорят о стабилизации. Ни топливный кризис, ни проблемы логистики не оказали значительного воздействия на активность: грузооборот транспорта даже подрос, внутренний спрос не пострадал, промпроизводство продолжает расширяться. С другой стороны, рост все еще сдерживается такими факторами, как недостаточные инвестиции, охлаждение в строительстве и зримый контраст между отраслями. В оставшиеся до конца года месяцы ситуация, мы полагаем, улучшится благодаря смягчению монетарных условий, но при относительно высокой траектории ключевой ставки значимого ускорения в сравнении с 7М26 не ожидаем. Наш прогноз по ВВП на 2026 г. прежний — рост на 0,5%.

Средний в 2026 г. курс USD/RUB составит, как мы считаем, 81. Ослабление рубля в июле и августе было обусловлено, прежде всего, продажей меньшей части валютной выручки экспортерами. Крупнейшие из них резко сократили предложение, чтобы, вероятно, накопить валюту для выплаты внешних долгов. К тому же увеличилась доля рублей в расчетах за экспорт. Сказались и закупка нефтепродуктов ($1–2 млрд), и снижение агроэкспорта — эти факторы считаем временными. Чистые продажи валюты в августе составили $19,0 млрд (-15% м/м). Операции Минфина (2,5 млрд руб. в день в сентябре) не оказывают заметного влияния на курс рубля. В октябре ожидаем увидеть позитивное влияние роста цен на нефть.

Банк России отмечает, что проинфляционные риски выросли и преобладают над дезинфляционными на среднесрочном горизонте. Угрозу прежде всего представляет дисбаланс спроса и предложения в случае существенного роста первого и продолжительного выбытия производственных мощностей в ряде отраслей. Сохраняются риски, связанные с опережающим производительность труда повышением зарплат, ухудшением перспектив мировой экономики, давлением цен вследствие геополитической напряженности. Дополнительную неопределенность Центробанк видит в бюджетной политике: если параметры укажут на больший структурный первичный дефицит, может потребоваться и более жесткая относительно базового сценария ЦБ РФ монетарная политика. Что касается кредитной сферы, то рост корпоративного портфеля в июле вновь ускорился, в то время как снижение склонности домохозяйств к сбережению и повышенная активность потребителей сужают пространство для смягчения ДКП.

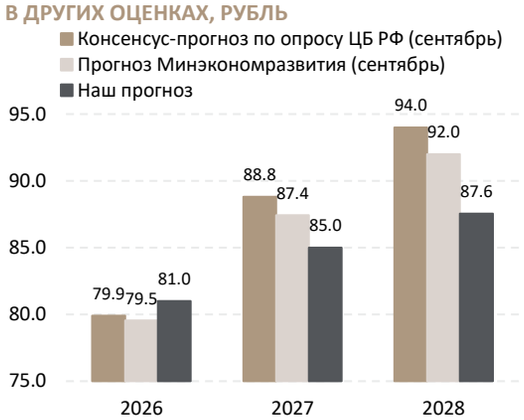
Ожидаем снижения ставки до 13,5% в декабре; видим, однако, и риски, что она останется на 14,0%. Последние комментарии Банка России не дают надежд на значительное смягчение ДКП до конца года. После сентябрьского заседания регулятор четко обозначил риски, которые уходят корнями в стимулирующую бюджетную политику. Баланс рисков, по его мнению, все еще смещен в сторону проинфляционных, а инфляционные ожидания остаются повышенными, что тоже ограничивает возможности для уменьшения «ключа». Тем не менее мы по-прежнему ожидаем, что на фоне торможения экономики ставка к концу года снизится до 13,5%. Впрочем, следует обозначить и возросшие риски, что Банк России сохранит ее на уровне 14% и в декабре.

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ



Источники: Росстат, Банк России, Банк Синара

МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ БОЛЕЕ СИЛЬНЫЙ, ЧЕМ В ДРУГИХ ОЦЕНКАХ, РУБЛЬ



Источники: Банк России, Минэкономразвития России, Банк Синара

Наши новые (и прежние) прогнозы на этот год:

- ***средний курс USD/RUB — 81 (81)***
- ***инфляция в конце декабря — 6,5% (6,5%)***
- ***ключевая ставка в конце года — 13,5% (13,5%)***
- ***рост ВВП — 0,5% (0,5%)***

Сергей Коныгин
Главный экономист

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2021	2022	2023	2024	2025	2026		2027	
	Факт	Факт	Факт	Факт	Факт	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое
Рост ВВП, %	4,7	-2,1	4,1	4,3	1,0	0,5	0,5	1,5	1,5
Рост ИПЦ, % г/г (на конец года)	8,4	11,9	7,4	9,5	5,6	6,5	6,5	5,5	6,0
Ключевая ставка на конец года, %	8,5	7,5	16	21	16	13,5	13,5	12,0	12,0
Курс USD/RUB в среднем за год	74,0	68	85,1	92,7	83,5	81,0	81,0	85	85,0
Нефть «Брент», $/барр.	71	101	83	80	68	80	90	75	80
Нефть «Юралс», $/барр.	69	78	63	68	57	60	65	65	65
Природный газ (спот, TTF), $/тыс. м3	547	1 402	460	392	416	425	550	350	430
Палладий, $/тр. унц.	2 395	2 110	1 340	981	1 138	1 480	1 415	1 350	1 350
Платина, $/тр. унц.	1 090	964	968	945	1 265	1 900	1 840	1 500	1 500
Золото, $/тр. унц.	1 799	1 802	1 943	2 388	3 445	4 450	4 450	4 000	4 000
Никель, $/т	18 450	26 187	21 487	16 915	15 158	17 060	17 000	17 000	17 000
Медь, $/т	9 320	8 830	8 485	9 135	9 946	12 270	13 025	11 500	12 000
Алюминий, $/т	2 475	2 707	2 254	2 418	2 629	3 290	3 240	3 000	3 000
Коксующийся уголь (FOB порты Австралии), $/т	225	361	296	238	182	200	227	230	230
Стальной г/к прокат, $/т	875	718	617	524	460	500	500	550	550
Карбамид (FOB порты Балтики), $/т	483	569	305	308	423	650	500	550	550
ДАФ (FOB порты Балтики), $/т	650	864	545	537	685	800	800	700	700

Источник: Банк Синара

БЕЗРИСКОВАЯ СТАВКА: ТУЧИ СГУЩАЮТСЯ

В 3К26 снижение ключевой ставки замедлилось, а инвесторы переключили внимание на приближающееся внесение правок в бюджет. Не исключено, что результатом корректировки станет увеличение программы заимствований, которое окажет давление на рынок госдолга, в особенности на дальнем участке кривой. В таких условиях мы не ожидаем существенного снижения доходностей до конца года и повышаем безрисковую ставку, используемую для оценки компаний, до 16%.

Рынок ждет данные по бюджету. Несмотря на продолжающееся, хотя и более медленное, снижение ключевой ставки, доходности гособлигаций двигались в 3К26 преимущественно в боковом тренде, одинаково слабо реагируя как на неплохие данные по инфляции, так и на растущие инфляционные ожидания. Не сильно влияет на ОФЗ и отсутствие заметного прогресса в урегулировании украинского конфликта. На передний план для инвесторов выходят бюджетные правки, которые должны прояснить вопрос с изменением объема программы заимствований Минфина на этот и ближайшие годы.

Снижение «ключа» замедлилось. После разочаровавших рынок ОФЗ итогов июньского заседания, когда регулятор — вопреки ожиданиям — сократил шаг и дал весьма жесткий сопроводительный комментарий, августовское решение уменьшить ставку на 25 б. п. до 14% уже не стало сюрпризом. Однако, несмотря на умеренно жесткий тон заявлений и пересмотр среднесрочных прогнозов по ставке в сторону повышения, такой шаг немного добавил рынку оптимизма. В сентябре Центробанк и вовсе решил оставить ставку без изменения, отметив, что из-за временного сокращения производственных мощностей в отдельных отраслях текущее ценовое давление в последние месяцы усилилось. Члены СД предметно рассматривали лишь вариант оставить ставку без изменения.

Минфин и аукционы ОФЗ. На фоне заметно ухудшившейся в 3К26 рыночной конъюнктуры Минфину удалось за июль и август разместить госбумаги только на 10 млрд руб. при квартальном плане в 1,5 трлн руб. Последующие аукционы отменили с целью стабилизации рынка. Уже в сентябре ведомство вышло с флоатером, разместить который смогло в полном объеме (1 трлн руб.) за один аукцион, что позволило вернуться на траекторию исполнения квартального плана. Последующие аукционы по размещению «фиксов» выявили интерес участников рынка к этому типу бумаг, но цены не совсем устроили Минфин, из-за чего объем размещения оказался небольшим.

Повышаем безрисковую ставку до 16%. С учетом переоценки рынком текущей ситуации, сохраняющихся проинфляционных рисков и пересмотра Банком России прогнозов по траектории ключевой ставки, существенного снижения доходностей долгосрочных облигаций до конца текущего года не ожидаем. Как следствие, безрисковую ставку, которую используем для оценки компаний, мы увеличиваем до 16%.

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ОФЗ, КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ И ИНФЛЯЦИИ



Источники: Cbonds, Банк Синара

Александр Афонин
Старший аналитик

ОПЦИОН НА СВЕТЛОЕ БУДУЩЕЕ

Слишком низкие котировки даже с повышенной премией за риск

Сильно просев из-за июльской панической распродажи, вызванной в том числе принудительным закрытием позиций у крупных держателей, рынок акций наконец демонстрирует позитивную динамику. Однако даже после отскока расчетная премия за риск инвестирования в акции (ERP) достигает ~13% и остается близко к рекордным уровням. Инвесторы по-прежнему фокусируются на налоговых и инфраструктурных рисках, хотя их воздействие на фундаментальные оценки компаний, как показали наши расчеты, не столь велико. Как следствие, среднее за последние несколько лет значение ERP увеличилось с 7% до 8%, что мы учли в оценке стоимости анализируемых эмитентов.

В рыночной же их капитализации пока не нашли в полной мере отражение ни сильно выросшие цены на сырьевые товары (с перспективой их дальнейшего увеличения, если исходить из развития ситуации на Ближнем Востоке), ни уже случившееся снижение ключевой ставки, ни заметное ослабление рубля. Хотя рынок отскочил от низов, мультипликатор P/E 2027П по акциям, включенным в базу расчета индекса МосБиржи, составляет всего 3,4, даже если считать по нашим весьма консервативным допущениям в отношении сырьевых цен. Это соответствует нижней границе диапазона последних лет и вдвое меньше пика 2021 г. Сократить разрыв со своим фундаментально справедливым значением уже в 4К26 индексу помогли бы, на наш взгляд, смягчение ДКП и хорошая корпоративная отчетность за 3К26 вкупе с наступлением сезона промежуточных дивидендов и прояснением политических трендов после выборов. При этом мы выносим за скобки какие-либо большие перемены в геополитике.

ДОХОДНОСТИ НА РЫНКАХ ОБЛИГАЦИЙ И АКЦИЙ НА ФОНЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ



Источники: Cbonds, Банк Синара

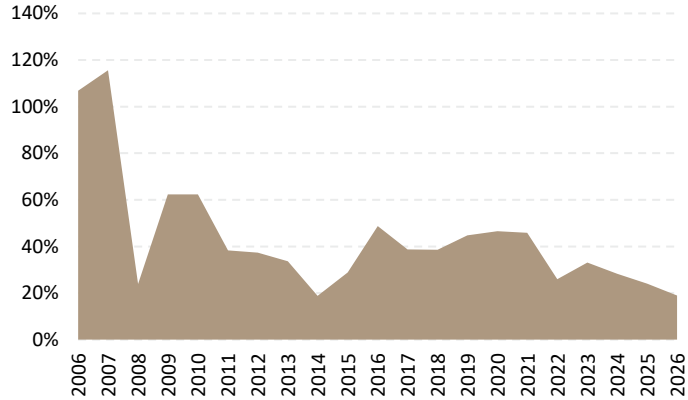
КОЭФФИЦИЕНТ P/E НА СЛЕДУЮЩИЙ ГОД ПО ИНДЕКСУ МОСБИРЖИ НА ОСНОВЕ КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗОВ



Примечание. С октября 2022 г. коэффициент рассчитан на базе консенсус-прогноза по чистой прибыли, составленного СПбМТСБ.

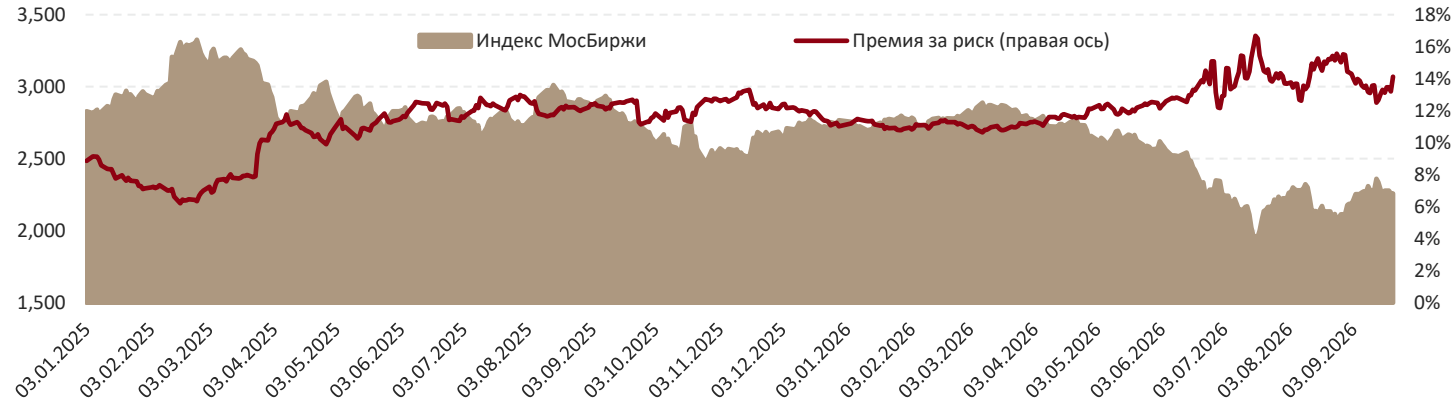
Источники: СПбМТСБ, Московская Биржа, Bloomberg, Банк Синара

ОТНОШЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ РЫНКА АКЦИЙ К ВВП



Источники: Всемирный банк, Московская Биржа, Банк Синара

ДИНАМИКА ПРЕМИИ ЗА РИСК ИНВЕСТИРОВАНИЯ В АКЦИИ



Источник: Банк Синара

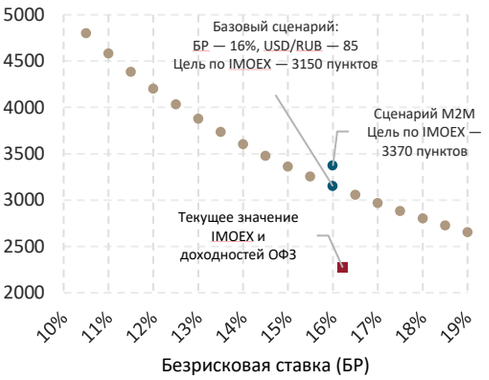
Анализ чувствительности оценок компаний и индекса

Оценки справедливой стоимости компаний-эмитентов очень сильно зависят от доходности рублевых облигаций и, в случае экспортеров, от прогнозируемого валютного курса, не говоря уже о геополитике или санкциях. Мы в очередной раз посчитали, как изменится справедливое значение индекса МосБиржи, на этот раз уже на конец 2027 г., при различных допущениях по курсу USD/RUB, ценам на нефть и доходности десятилетних ОФЗ.

В своем базовом сценарии мы консервативно используем доходности ОФЗ на уровне 16%, хотя и полагаем, что ЦБ РФ к концу года снизит ключевую ставку до 13,5%, а средний в 2027 г. курс USD/RUB берем равным 85. Оба показателя близки к текущим рыночным значениям, тогда как наш базовый прогноз цены «Юралс» на уровне $65 за баррель в 2026–2027 гг. и вовсе ниже спота.

Даже в пессимистичном сценарии, в котором на весь период с 4К26 по 4К29 цена «Юралс» падает обратно к $50/барр. (консервативно, если принять во внимание повреждения производственной и экспортной инфраструктуры на Ближнем Востоке и истощение запасов), курс USD/RUB остается на уровне 85, а доходность 10-летних гособлигаций достигает 17%, справедливое значение IMOEX составляет 2820, все равно на ~25% выше сегодняшнего.

ЗНАЧЕНИЯ IMOEX НА КОНЕЦ 2027 Г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ БЕЗРИСКОВОЙ СТАВКИ



Источник: Банк Синара

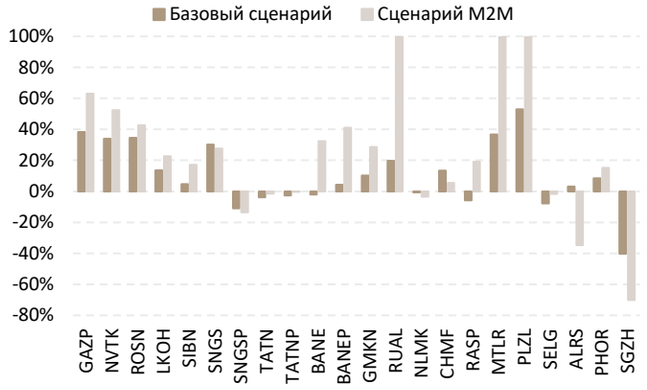
СПРАВЕДЛИВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ НА КОНЕЦ 2027 Г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ КУРСА USD/RUB И БЕЗРИСКОВОЙ СТАВКИ

		Доходность 10-летних ОФЗ (безрисковая ставка)				
		15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%
USD/RUB	75	3220	3120	3020	2930	2840
	85	3360	3250	**3150**	3055	2965
	95	3490	3375	3270	3170	3080

Источник: Банк Синара

Если же надежды рынка на дальнейшее уменьшение «ключа» оправдаются, то снижение доходности ОФЗ с дюрацией 10 лет и более (эту доходность берем за безрисковую ставку в оценке акций) к 15,0% к концу 2026 г. представляется реалистичным допущением. В таком оптимистичном сценарии предполагаем, что еще и цены на «Юралс» в среднем в последующие три года составят $90 за баррель, тогда при среднем курсе USD/RUB 85 расчетное значение IMOEX достигает 3650 пунктов.

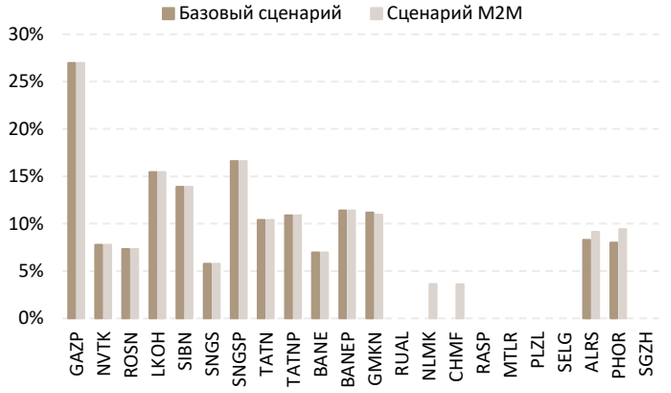
ПОТЕНЦИАЛ РОСТА В БУМАГАХ ЭКСПОРТЕРОВ ДО КОНЦА 2027 Г.



Примечание. Потенциал роста в сценарии М2М: RUAL — 325%, MTLR — 625%, PLZL — 117%.

Источник: Банк Синара

ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ ПО АКЦИЯМ ЭКСПОРТЕРОВ НА 12 МЕСЯЦЕВ ВПЕРЕД



Источник: Банк Синара

К смягчению денежно-кредитной политики особенно восприимчивы компании с относительно большой долговой нагрузкой, низкой рентабельностью и (или) хорошим среднесрочным потенциалом увеличения FCF. При сильно выросших ценах на сырьевые товары ниже своих справедливых значений торгуются, по нашим оценкам, большинство ориентированных на экспорт голубых фишек, особенно при курсе USD/RUB на уровне 85. Если смотреть на оценки по методу DCF, то на фоне роста в последние годы как операционного, так и финансового левереджа экспортеров увеличилась, как следствие, и их зависимость от ДКП, поэтому ее смягчение добавило бы потенциала роста стоимости их акций.

Важнейшими фундаментальными факторами, которые могли бы придать импульс рынку, по-прежнему видим снижение ключевой ставки, рост цен на сырье и ослабление рубля

СПРАВЕДЛИВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ НА КОНЕЦ 2027 Г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ «ЮРАЛС» И КУРСА USD/RUB

		Цена на «Юралс», $/барр.		
		50	65	90
USD/RUB	75	2900	3020	3240
	85	3000	3150	3400
	95	3100	3270	3570

Источник: Банк Синара

ЗНАЧЕНИЯ P/E 2027П ПО ИНДЕКСУ МОСБИРЖИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ «ЮРАЛС» И КУРСА USD/RUB

		Цена на «Юралс», $/барр.		
		50	65	90
USD/RUB	75	4,2	3,8	3,2
	85	3,8	3,4	2,9
	95	3,5	3,1	2,6

Источник: Банк Синара

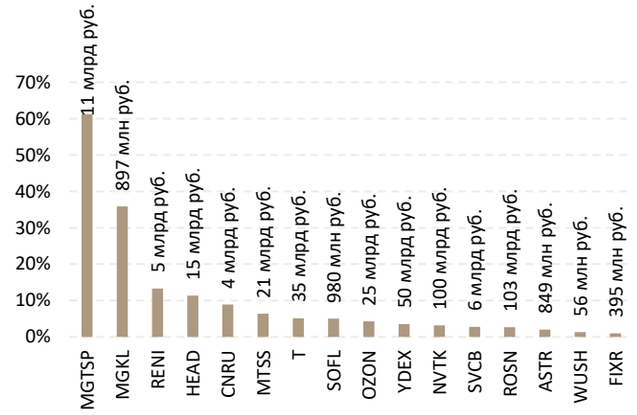
Примечание. Для оценки чувствительности индекса МосБиржи в представленных сценариях использовались соответствующие цены «Юралс» в течение трех лет, соответствующий курс рубля до конца прогнозного периода, а также применялась поправка на инфляцию.

Выкуп своих акций анонсировало рекордное количество эмитентов

Динамика рынка в текущем году подтолкнула уже полтора десятка эмитентов к тому, чтобы утвердить новую или активировать прежнюю программу выкупа собственных акций — это весомый признак фундаментально привлекательных даже для инсайдеров текущих рыночных котировок. Выкупленные ценные бумаги компании смогут погасить как квазиказначейские либо использовать для мотивации менеджмента или для вторичного размещения по более высокой цене — и все эти варианты увеличат справедливую стоимость.

Рост числа компаний, готовых выкупать свои акции с рынка, косвенно свидетельствует о существенном отклонении нынешних котировок от фундаментально обоснованных уровней

ПРОГРАММЫ ВЫКУПА СОБСТВЕННЫХ АКЦИЙ, ОБЪЕМ И ПРОЦЕНТНОЕ ОТНОШЕНИЕ К КАПИТАЛИЗАЦИИ



Источники: данные компаний, Московская Биржа, Банк Синара

ПОЛНАЯ ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ АНАЛИЗИРУЕМЫХ КОМПАНИЙ



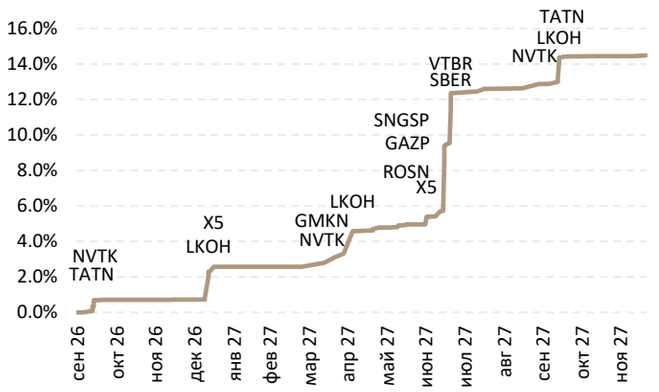
Источники: Московская Биржа, Банк Синара

До конца 2027 г. ожидаем выплаты ~5,2 трлн руб. в виде дивидендов

Основываясь на рекомендациях эмитентов и собственных расчетах, выплаты дивидендов на горизонте до конца 2026 г. оцениваем в 520 млрд руб. Самыми большими суммами поделятся, как мы предполагаем, Газпром нефть, НОВАТЭК и Татнефть, а дивидендная отсечка по акциям ЛУКОЙЛа пройдет уже в январе, как и в прошлый раз.

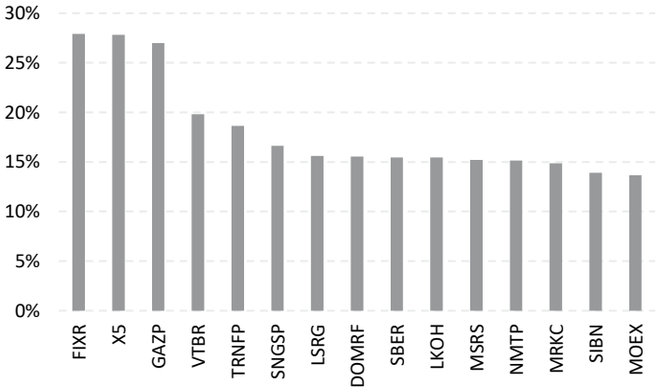
До конца 2027 г. ожидаем выплаты дивидендов на 5,2 трлн руб., а средне-взвешенную дивидендную доходность по IMOEX оцениваем в 14% на горизонте 15 месяцев

СТРУКТУРА ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТИ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ ДО КОНЦА 2027 Г.



Источник: Банк Синара

ТОП-15 АКЦИЙ ПО ОЖИДАЕМОЙ НАМИ ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТИ НА ГОД ВПЕРЕД



Источник: Банк Синара

По нашим расчетам, по 15 бумагам с наибольшей дивидендной доходностью на год вперед средний показатель составляет 18,2%! В традиционную нашу «корзинку под дивиденды» на этот раз положим акции Газпрома, Фикс Прайса, Корпоративного центра ИКС 5, МТС, Транснефти, ЛУКОЙЛа, Сбербанка, НМТП, Группы ЛСР, компаний ДОМ.РФ, Россети Центр и Россети Московский регион. В отличие от купонов и депозитов, дивиденды продолжат расти с увеличением прибылей в номинальном выражении, которому должны поспособствовать повышение цен сырьевых товаров, инфляция, ослабление рубля и уменьшение процентных расходов.

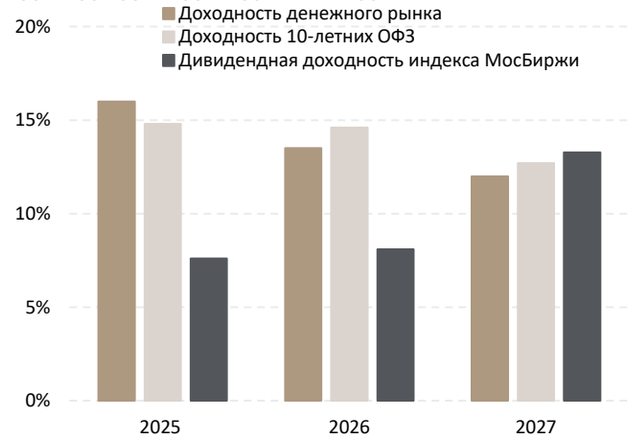
Средняя доходность на год вперед по топ-15 дивидендным бумагам составляет 18,2%, но, предполагая номинальный рост прибылей за счет инфляции, девальвации рубля и сокращения процентных расходов, видим солидный потенциал ее увеличения в последующие годы даже в базовом сценарии

Переток средств с депозитов на фондовый рынок ускорится

В нашем базовом сценарии эмитенты в следующем году выплатят акционерам 4,7 трлн руб. (+40% в сравнении с 2026 г.), что предполагает средневзвешенную дивидендную доходность по индексу МосБиржи в районе 13%, заметно выше прогнозируемой нами в среднем на 2027 г. ключевой ставки (12%). Прибавку в объеме выплат относительно этого года обеспечат в основном, по нашим прогнозам, Газпром, ЛУКОЙЛ, Роснефть, ГМК Норильский никель и Сбербанк. В следующие 15 месяцев ожидаем выплаты 5,2 трлн руб., что эквивалентно примерно 14%-ной дивдоходности по индексу. Эта разница создает хорошие предпосылки для перетока в акции части розничных депозитов (они уже почти достигли 70 трлн руб.) и средств из фондов денежного рынка (превышают 1,7 трлн руб.).

Средства физлиц на розничных депозитах приближаются к отметке в 70 трлн руб.

ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ ИНДЕКСА



Источники: Банк России, Банк Синара

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ПЕРЕТОК СРЕДСТВ ИЗ ДЕПОЗИТОВ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК



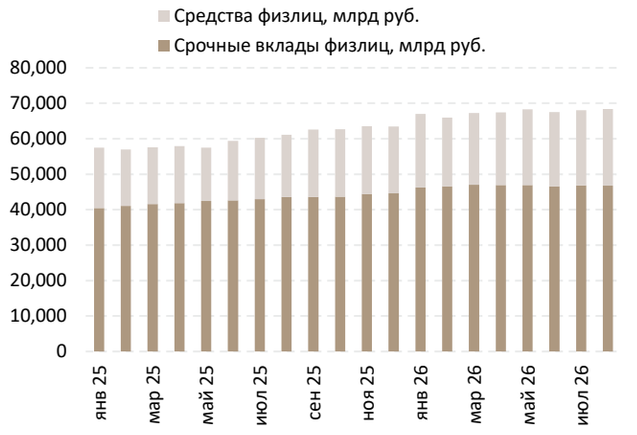
** Отношение средств, реинвестированных в другие инструменты, которые доступны на платформе «Финуслуги» Московской Биржи, к закрытым в указанном месяце депозитам.*

Источники: Финуслуги, Банк России, Банк Синара

По статистике сервиса «Финуслуги», переток средств из депозитов в инвест-продукты уже начался и продолжит набирать силу по мере снижения «ключа» и (или) уменьшения геополитических рисков. С начала текущего года частные инвесторы, по данным Банка России, купили акций почти на 200 млрд руб., став коллективно крупнейшим нетто-покупателем. Если же взять объем депозитов и фондов денежного рынка и предположить, что в 2027 г. в акции вложат хотя бы 1% (большая часть пойдет в недвижимость и на долговой рынок), то приток можно оценить в 700 млрд руб., что в 10 раз выше среднедневного оборота Московской Биржи в акциях.

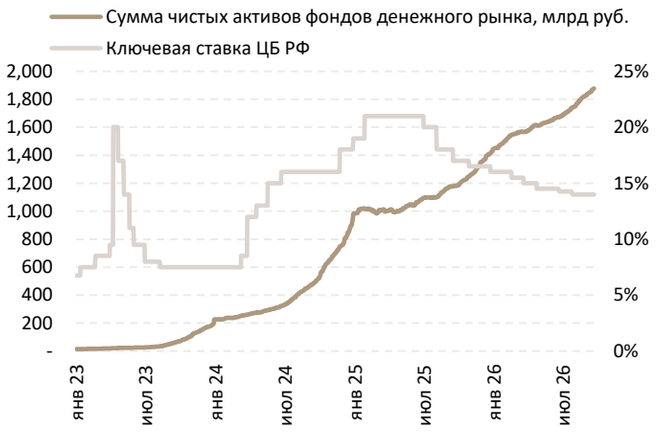
Активы под управлением фондов денежного рынка с 1 января 2024 г. выросли почти вчетверо, превысив 1,7 трлн руб.

СРЕДСТВА НА БАНКОВСКИХ СЧЕТАХ И СРОЧНЫЕ ВКЛАДЫ ФИЗЛИЦ



Источники: Банк России, Банк Синара

АКТИВЫ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА



Источники: Cbonds, Банк Синара

Отчетность за 1П26 — рыночные страхи не подтвердились

Результаты за 1П26 по МСФО опубликовали 74 анализируемые нами компании, из них 34 с совокупной долей акций в индексе МосБиржи 65% превзошли наши ожидания. Главным образом это экспортеры (ЛУКОЙЛ, Газпром, Татнефть, ГМК Норильский никель), финансовые организации (Сбербанк, ДОМ.РФ), компании из секторов транспорта (Совкомфлот, Аэрофлот) и ТМТ (Яндекс, Озон, Циан, МТС). В особенности стоит отметить перепроданный, вопреки высоким ценам на сырье, нефтегазовый сектор, представивший сильные результаты. С учетом курса рубля и временного лага в контрактных ценах полагаем, что в отчетности за 3К26 также увидим позитивную динамику. Хуже наших прогнозов отчитались эмитенты с общим весом в индексе лишь в 6%. В основном это девелоперы и компании, имеющие повышенную долговую нагрузку.

На акции компаний, чьи результаты за 1П26 превзошли наши ожидания, в индексе МосБиржи в сумме приходится вес в 65%

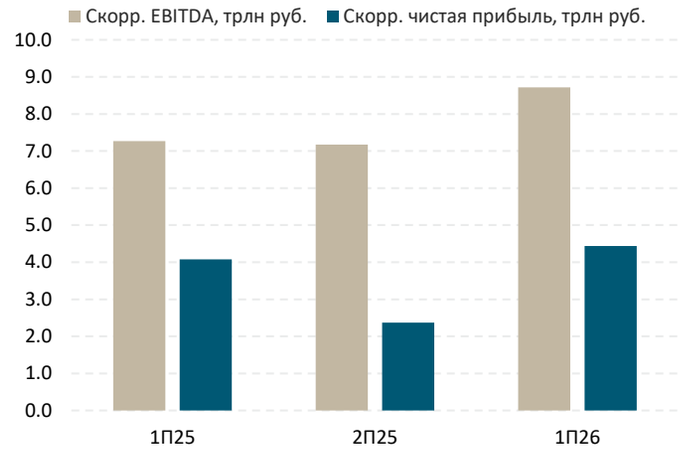
В годовом сравнении суммарная прибыль отчитавшихся эмитентов выросла на 9%, EBITDA — на 20%, главным образом за счет подорожания сырьевых товаров и улучшения показателей финансового сектора. В целом отчетность за 1П26 показала, что в реальности ситуация в бизнесе крупнейших предприятий развивается заметно лучше сценария, на который рынок акций закладывался в июле, и создает фундамент для хотя бы частичного восстановления котировок в ближайшей перспективе.

РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 1П26 ЭМИТЕНТОВ, ЧЬИ АКЦИИ ВКЛЮЧЕНЫ В РАСЧЕТ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ



Примечание. Числа на диаграмме — суммарный вес акций в IMOEX.
Источники: данные компаний, Банк Синара

СУММАРНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛИ ПО МСФО КОМПАНИЙ, АНАЛИЗИРУЕМЫХ НАМИ И ОТЧИТАВШИХСЯ ЗА 1П26



Источники: данные компаний, Банк Синара

Повысилась активность «дружественных» нерезидентов

В 2К26, согласно данным ЦБ РФ, нерезиденты вошли в число основных нетто-продавцов акций, однако уже в июле, на фоне обрушения котировок, оказались одними из крупнейших нетто-покупателей. Главными же нетто-продавцами как были, так и остаются «доверительное управление» и СЗКО, что отражает, во-первых, тенденцию перехода физлиц к самостоятельной торговле, во-вторых, оптимизацию риск-профиля портфелей крупных банков. Учитывая улучшение внешней конъюнктуры и стабилизацию долгового рынка, предполагаем, что давление продавцов постепенно уменьшится.

СЗКО и ДУ остаются крупнейшими нетто-продавцами акций на рынке

Потенциальный навес из акций нерезидентов по-прежнему велик

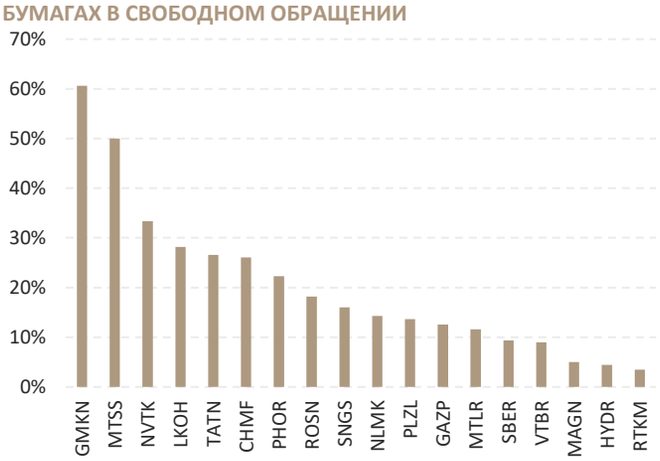
Большая часть находившегося в свободном обращении капитала российских эмитентов в виде депозитарных расписок все еще заблокирована в Euroclear, как и акции на счетах типа «С» в НРД. Тем не менее сделки с заблокированными бумагами в рамках обмена активами — как и покупки блоков со счетов типа «С» с разрешения правительственной комиссии — периодически совершаются. Таким образом, какие-то ценные бумаги время от времени разблокируются: Банк России сообщает, что за июнь — август разрешений на операции такого рода получено примерно на 1 млрд руб.

Существенная часть бумаг в свободном обращении остается де-факто заблокированной на счетах типа «С» и в форме расписок; даже незначительный переток этих активов в рынок периодически создает навес продаж

С учетом очень значительных дисконтов, с которыми заблокированные бумаги в последние три года оценивались на внебиржевом рынке, и того факта, что западные управляющие уже списали часть пакетов, риски повторного навеса, особенно из акций ЛУКОЙЛа, Газпрома, НОВАТЭКа, Татнефти, ГМК Норильский никель, МТС, НЛМК, Магнита, ФосАгро, довольно велики. Нерезиденты, как правило, охотно приобретали расписки этих эмитентов, и на ДР приходилась большая часть бумаг в свободном обращении. Часть этого навеса теоретически может попадать в рынок и сейчас, в том числе через «семейные офисы» (они относятся к некредитным финансовым организациям) или контролируемые иностранные компании (формально — нерезиденты).

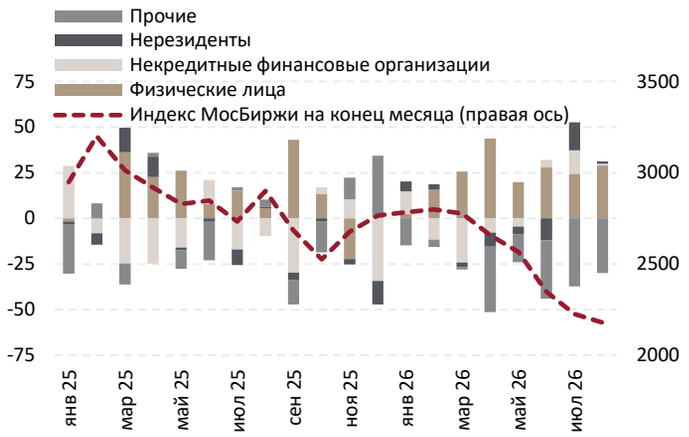
Стимулировать приток средств нерезидентов поможет новый механизм (счета типа «Ин») — но только в случае как минимум частичного смягчения санкций

ДОЛЯ ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК В ДОЛЕВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГАХ В СВОБОДНОМ ОБРАЩЕНИИ



Источники: Московская Биржа, данные компаний, Банк Синара

ЧИСТЫЕ ПОКУПКИ И ПРОДАЖИ АКЦИЙ, МЛРД РУБ.



Источники: Банк России, Московская Биржа, Банк Синара

РЫНОК IPO

Летом состоялось только одно первичное размещение — Инкаб Холдинг за 20,3% капитала выручил 2 млрд руб. 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. С начала года индекс IPO просел на 7%, притом что индекс МосБиржи упал на 12%. Из анализируемых нами новичков биржи хороший потенциал, если исходить из фундаментальных факторов, видим в акциях ДОМ.РФ (драйвером станут дивиденды), ВУШ Холдинга (контроль затрат), Хэндерсон Фэшн Групп, ВИ.ру (развитие бизнеса). Банк России ужесточает требования к размещениям: минимальный объем, доля акций в свободном обращении, обязательная публикация независимых аналитических оценок и рейтингов.

Катализаторы: снижение ключевой ставки; импортозамещение.

Риски: ухудшение макроэкономических условий; геополитика.

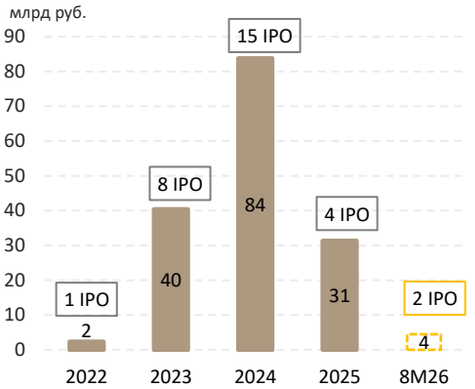
Фундаментальные оценки предполагают серьезный потенциал роста. У ДОМ.РФ он обусловлен высокими показателями достаточности капитала и выплатами дивидендов, у ВИ.ру — улучшением финансовых результатов, у Хэндерсон Фэшн Групп — хорошими видами на расширение сети и высокой рентабельностью, у ВУШ Холдинга — оптимизацией контроля над затратами и экспансией в Латинской Америке, хотя здесь потребуются еще инвестиции, у Группы Астра — потенциальным восстановлением отгрузок и выкупом своих акций. Что касается Каршеринг Руссии, то главным ограничителем остается долговая нагрузка. В случае МГКЛ мы изменили подход к оценке, сделав упор на денежные потоки: после того как акционеры не утвердили выплату за 2025 г., дивиденды вряд ли можно назвать гарантированными. Как следствие, здесь потенциал роста уменьшился. СмартТехГрупп не удается в полной мере компенсировать невысокую рентабельность удешевлением фондирования. По бумагам всех упомянутых эмитентов устанавливаем рейтинг «Покупать».

Одно первичное размещение за лето и отказ сразу нескольких эмитентов. На бирже в летние месяцы дебютировал только Инкаб Холдинг, в формате cash-in продавший 20,3% акционерного капитала за 2 млрд руб. МосБиржа включила акции в список ценных бумаг третьего уровня. Петрокартон pre-IPO не провел, хотя планировал еще на май. Если одни эмитенты еще продолжают подготовку к выходу на биржу, то другие четко заявляют о переносе. ЦБ РФ зарегистрировал дополнительный выпуск 12,602 млн обыкновенных акций ГК МЕДСИ, размещаемых по закрытой подписке по 40 руб. за штуку. Нанософт же рассматривает возможность исключить из устава указание на публичный статус, а ФАБРИКА ПО объявила, что в 2026 г. не собирается проводить IPO.

Снижение ставки не оказывает позитивного влияния на акции. Смягчение денежно-кредитной политики, затормозив в последнее время, не обеспечило ожидаемой поддержки рынку акций, не оказало заметного воздействия на финансовые результаты компаний и не привело к улучшению оценок новых эмитентов. Только четверть бумаг, дебютировавших на бирже с 2024 г., торгуются выше цены размещения, причем в мае эта доля составляла 37%. Средний дисконт по выборке увеличился до 30% против майских 22%. Разрыв между рассчитываемым МосБиржей индексом IPO и индексом широкого рынка сохраняется. Если смотреть с ноября 2021 г., первый показал результат примерно на 24 п. п. хуже второго, но с начала этого года — на 5 п. п лучше (-7% против -12%).

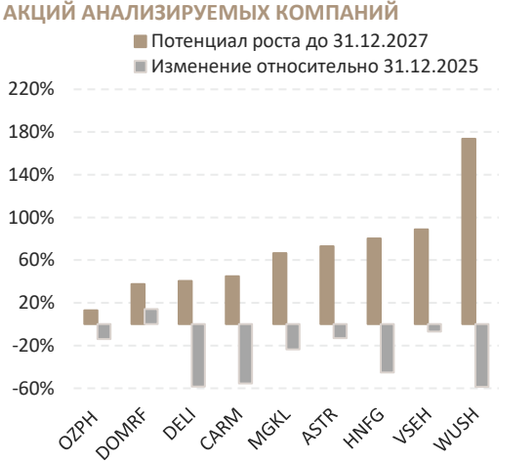
Банк России ужесточает требования к IPO. Регулятор стремится повысить качество размещений и ликвидность, усилить защиту инвесторов. Проект новых требований предусматривает минимальный объем IPO, зависимость доли акций в свободном обращении от величины собственного капитала эмитента, выпуск как минимум двух независимых аналитических обзоров и получение рейтингов минимум от двух рейтинговых агентств после IPO. При множестве заявлений о планируемом размещении ключевыми условиями восстановления активности считаем снижение ставок и стабилизацию рынка.

ОБЪЕМ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ



Источники: данные компаний, Банк Синара

ИЗМЕНЕНИЕ И ПОТЕНЦИАЛ РОСТА КОТИРОВОК АКЦИЙ АНАЛИЗИРУЕМЫХ КОМПАНИЙ



Источники: Московская Биржа, Банк Синара

Мария Лукина
Старший аналитик

НЕФТЯНЫЕ КОМПАНИИ

Обострение кризиса в Персидском заливе вызвало новый виток роста цен в 3К26 — прогноз по «Юралс» на 2026 г. повышаем на $5 до $65/барр., но мы по-прежнему осторожны в ценовых прогнозах на 4К26 и 2027 г. Ряд компаний отчитались лучше ожиданий за 1П26 по МСФО, а при сохранении высоких мировых цен на нефтепродукты способны показать близкие результаты и за 2П26. Однако из-за удорожания капитала целевые цены по всем бумагам уменьшились. Учитывая к тому же рост котировок Газпром нефти (одного из наших фаворитов на 3К26) и Татнефти, мы снизили рейтинги по их акциям до уровня «Держать». Наиболее привлекательными остаются, на наш взгляд, акции ЛУКОЙЛа, Роснефти и Транснефти.

Катализаторы: продолжение конфликта на Ближнем Востоке; увеличение переработки в России; девальвация рубля; смягчение санкций или ослабление контроля за их соблюдением.

Риски: ревальвация рубля; усиление контроля за соблюдением санкций; рост расходов на ремонт НПЗ; пересмотр правил демпферных выплат по бензину и дизтопливу.

Повышая прогноз цен, все так же придерживаемся консервативного подхода. Прогноз средней по текущему году цены «Юралс» (для налоговых целей) мы повышаем с $60 до $65 за баррель, а цены «Брент» (спот) – с $80 до $90. Мы полагаем, что за 9М26 средняя цена «Юралс» составила около $69/барр., таким образом, на 4К26 наш годовой прогноз подразумевает средний уровень ~$55, а по «Брент» — около $80/барр. Это соответствует сценарию вялотекущего конфликта с восстановлением трубопровода «Восток – Запад» и прохода через Ормузский пролив до уровня июня 2026 г. Вместе с тем сохранятся, вероятно, высокие цены на нефтепродукты, в первую очередь на дизельное топливо, так как переработка в мире вряд ли к концу 2026 г. вернется к прежним объемам. За счет демпферного механизма и при условии восстановления переработки 4К26 окажется успешным для ВИНК в нашем базовом сценарии, даже несмотря на снижение «Юралс» с текущих ценовых уровней.

Не упускаем из виду рост добычи вне ОПЕК+ в 2027 г. В 2026 г. «потерянная» добыча нефти превысит, как мы полагаем, 6 мбс, однако из-за реакции спроса дефицит окажется умеренным — 2–3 мбс. В 2027 г. он, вероятно, уже сменится профицитом, и часть объемов пойдет на пополнение запасов, истощенных в 2026 г. Так, МЭА отмечает, что с марта по август текущего года наблюдаемые запасы нефти сократились на 507 млн барр. (2,8 мбс) и их восстановление поддержит спрос на нефть в 2027 г. На стороне добычи, однако, можно ожидать не только восстановления в странах Персидского залива, но и рост в странах вне ОПЕК+ и за пределами Ближнего Востока. В первую очередь это пятерка американских производителей (США, Канада, Бразилия, Аргентина, Гайана), где вероятно увеличение добычи на 1 мбс — поэтому мы ожидаем коррекции цены «Брент» до $80/барр. в 2027 г. и стабильной за счет сокращения дисконта цены «Юралс».

Хорошие результаты, показанные компаниями в 1П26, учитываем в новых прогнозах. Газпром нефти, ЛУКОЙЛу и Татнефти удалось превзойти ожидания рынка. Промежуточные дивиденды Газпром нефти и Татнефти также оказались сюрпризом со знаком плюс, однако потенциал роста в этих бумагах, на наш взгляд, почти исчерпан. ЛУКОЙЛ показал хороший СДП, хотя и отчасти за счет оборотного капитала, поэтому промежуточные дивиденды мы предполагаем в диапазоне 50–60% от скорректированного СДП, то есть 411–493 руб. на акцию (в базовом сценарии — по нижней границе с доходностью 8%). Всего же за этот год ожидаем 837 руб., что соответствует доходности 15%. Транснефть сохраняет дивидендную привлекательность: доходность по ожидаемым нами выплатам за 2026 и 2027 гг. — 19% и 18%. Роснефть сделала большой шаг в реализации проекта «Восток Ойл», запустив в сентябре терминал «Бухта Север» и загрузив четыре танкера. К 2П27 добычу на проекте она нацелена вывести на 0,6 мбс.

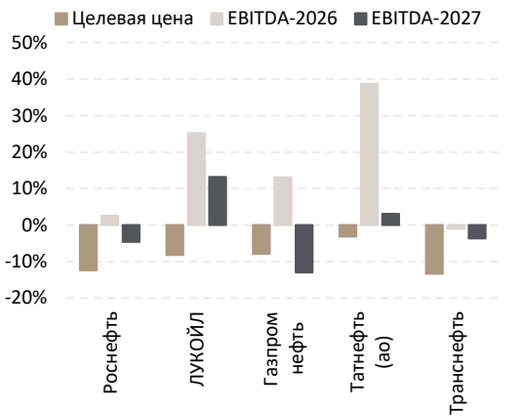
Оценка стоимости: подтверждаем рейтинги «Покупать» по трем акциям-фаворитам. Несмотря на улучшение прогнозов по многим компаниям (сильнее всего на 2026 г.), наши целевые цены по всем бумагам снизились по причине увеличения безрисковой ставки и премии за риск инвестирования в акции. Так, по акциям Роснефти целевая цена уменьшилась на 12% до 495 руб. за штуку, но при полной доходности до конца 2027 г. в 42% сохраняем рейтинг «Покупать». По EV/EBITDA 2027П бумага торгуется на уровне 3,8, выше медианных по сектору 2,7, что, учитывая перспективы роста, связанные с проектом «Север», считаем обоснованным. В случае дивидендных акций негативное влияние на целевые цены оказал и перенос расчета целевой цены с конца 2026 г. на конец 2027 г. Тем не менее совокупная ожидаемая доходность по бумагам ЛУКОЙЛа и Транснефти тоже подразумевает рейтинг «Покупать». По EV/EBITDA 2027П обе торгуются на близких к медиане значениях.

ЦЕНЫ НА ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ: ФАКТ И ПРОГНОЗЫ

	2025	2026	2027	2028
Нефть «Брент» (спот), $/барр.	69	90	80	77
Нефть «Юралс» для налогов, $/барр.	56	65	65	68,5
Нефть «Юралс», руб/барр.	4650	5265	5525	6050
Газ (TTF), $/тыс. м3	416	550	430	360
Средний курс USD/RUB	83,6	81,0	85,0	88,3

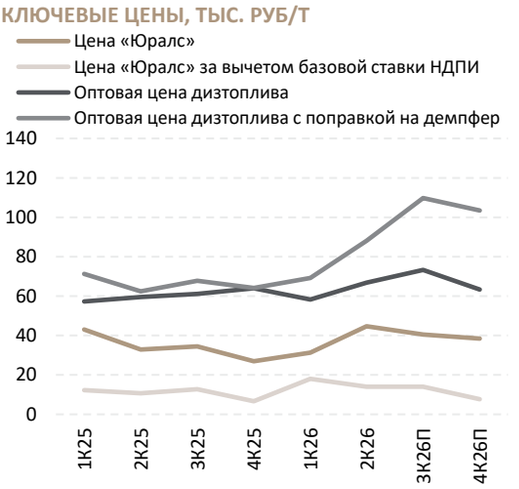
Источник: Банк Синара

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕЛЕВЫХ ЦЕН И ПРОГНОЗОВ ПО EBITDA НЕФТЯНЫХ КОМПАНИЙ



Источник: Банк Синара

КЛЮЧЕВЫЕ ЦЕНЫ, ТЫС. РУБ/Т



Источник: ФАС России, Банк Синара

Алексей Кокин
Старший аналитик

ГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ

Сильные результаты Газпрома за 1П26 по МСФО в сочетании с повышением прогнозов по ценам на нефть и газ позволили нам скорректировать вверх и прогнозы финансовых показателей компании за весь 2026 г. Улучшились также оценки по НОВАТЭКу, как на 2026 г., так и на 2027 г. Увеличение ставки дисконтирования сильнее сказалось на целевой цене Газпрома из-за чистого долга, но потенциал роста до конца 2027 г. высок — 38%. До конца года мы надеемся увидеть хорошую отчетность Газпрома за 3К26, как и новости об увеличении флота газовозов арктического класса, работающих на проекте «Арктик СПГ 2».

Катализаторы: повышение рисков судоходства в Ормузском проливе; быстрый рост экспортных отгрузок с проекта «Арктик СПГ 2» (НОВАТЭК); согласование выгодных условий по «Силе Байкала» (Газпром).

Риски: восстановление производства СПГ в Катаре; низкие темпы индексации внутренних газовых тарифов; усиление контроля за соблюдением санкций.

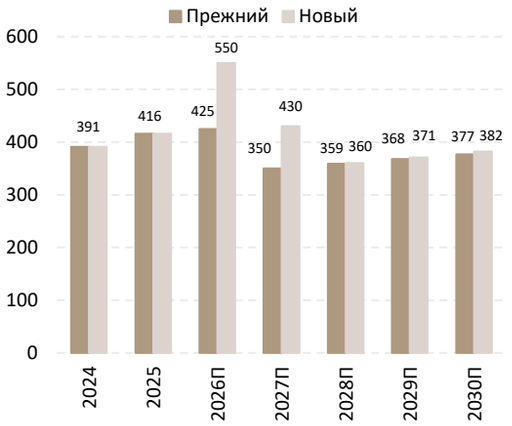
Повышаем прогноз мировых цен на газ на 2026–2027 гг. В этом году ожидаем теперь цену на TTF на уровне $550/тыс. м3 (+29% к нашему прежнему прогнозу), в следующем — $430/тыс. м3 (+23%). С учетом средней за 9М26 цены около $600/тыс. м3 наш прогноз реализуется, если в 4К26 она составит $400/тыс. м3, то есть лишь на 5% выше, чем в 4К25. Риски для нашего прогноза на 4К26 смещены в сторону повышения, так как конкуренция за ограниченные объемы СПГ между европейскими и азиатскими потребителями способна позитивно повлиять на цены и в сценарии быстрого восстановления прохода в Ормузском проливе. Запасы в ПХГ Евросоюза выглядят низкими не только в абсолютном выражении: если считать их в отношении к среднесуточному отбору за 30 дней максимального спроса в предыдущем отопительном сезоне, то заполненность окажется меньшей, чем во все годы с 2017 г., исключая 2021 г. — тогда цена TTF впервые превысила $1000/тыс. м3. Кроме того, до 2022 г. были доступными и дополнительные объемы Газпрома по контрактным ценам, а сейчас такого резервного поставщика нет. Значит, на выходе из зимнего сезона 2026/27 года снова, не исключено, получим низкие запасы, как весной 2026 г., что окажет повышательное давление на котировки газа в 2027 г. Наш уточненный прогноз на 2027 г. выглядит менее консервативным, чем на 2026 г., однако отражает вероятное затягивание возвращения на рынок СПГ из Катара.

Газпром способен сгенерировать СДП, достаточный для выплаты дивидендов в 50% от прибыли за 2026 г. В 1П26 капзатраты в широком определении (вкл. капитализированные проценты и погашение обязательств по финансированию строительства) уменьшились на 20% г/г, что делает вероятным их снижение на 15% по итогам года — это наш базовый сценарий. До учета оборотного капитала СДП за 1П26 составил 369 млрд руб., но рост «оборотки» уменьшил его почти втрое, всего до 127 млрд руб. Однако в 2П26 предполагаем уже сокращение оборотного капитала, тогда как высокие цены на нефть, газ и нефтепродукты в 3К26 позитивно повлияли на выручку и рентабельность по EBITDA. За весь этот год прогнозируем СДП в районе 413 млрд руб., но при снижении оборотного капитала и сохранении текущих цен на нефть и газ он по итогам 3К26 вполне может оказаться на 200 млрд руб. больше, составив сумму, достаточную для выплаты 27 руб. на акцию как дивидендов (доходность — 27%) без серьезного увеличения чистого долга.

Рост продаж «Арктик СПГ 2» соответствует нашим ожиданиям. По последним данным, которые приводились в СМИ, за январь — август 2026 г. в Китае было разгружено ~2,8 млн т СПГ, произведенного «Арктик СПГ 2». В эксплуатации находится уже три газовоза арктического класса Arc7, к концу 2026 г. их число, полагаем, вырастет до четырех. Как мы и прогнозировали, с двух построенных очередей проекта экспорт в 2026 г. составит ориентировочно 25–30% годовой их мощности (3,3–4,0 млн т). Мы по-прежнему считаем, что в 2027 г. удастся выйти на загрузку в 50–60%, то есть в 6,6–8,0 млн т ежегодно. На терминале в Бэйхай годовой мощностью 6 млн т, куда идет СПГ с проекта, ведутся работы по расширению до 9 млн т. Кроме того, медиа сообщают о возобновлении доставки оборудования для строительства третьей очереди «Арктик СПГ 2», что указывает на уверенность НОВАТЭКа в будущем проекта.

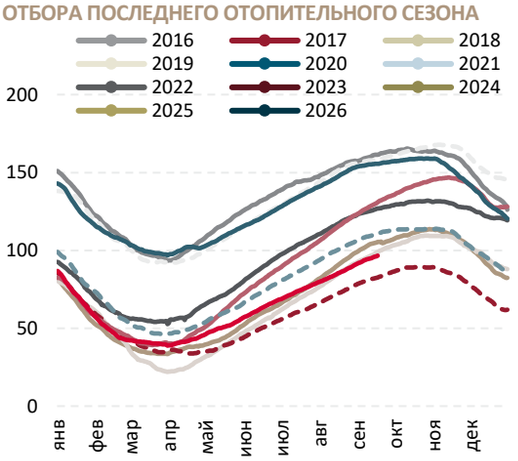
Оценка стоимости: оставляем рейтинги «Покупать». Несмотря на снижение целевых цен, в обеих бумагах сохраняется потенциал роста до конца 2027 г., превышающий 30%. Газпром выглядит недооцененным к сектору по EV/EBITDA 2026П (2,6 против медианных 2,8), а тот же коэффициент НОВАТЭКа близок к значению Газпром нефти (3,5). Важными событиями станут публикация отчетности Газпрома за 3К26 под конец ноября и, как мы ожидаем, сообщения о новых газовозах арктического класса, доступных для проекта «Арктик СПГ 2».

ЦЕНА НА ПРИРОДНЫЙ ГАЗ (TTF): ФАКТ И ПРОГНОЗ, $/ТЫС. М3



Источники: Cbonds, Банк Синара

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: Gas Infrastructure Europe, Банк Синара

Алексей Кокин
Старший аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

ЛУКОЙЛ (6150 руб/акцию, «Покупать» — *здесь и далее в разделах «Инвестиционные заключения по компаниям» в скобках указаны: целевая цена и, если применимо, вид акций, а затем рейтинг*) продолжает вести переговоры о продаже зарубежных активов, в то время как США продлевают лицензию, дающую соответствующее право. Цена сделки могла бы составить $10 млрд. Результаты за 1П26 показывают, что компания способна генерировать большой СДП без зарубежных активов: доходность по расчетным промежуточным дивидендам мы оцениваем в 8%. А на горизонте в 12 месяцев уже прогнозируем дивидендную доходность около 15% — лучшую из обыкновенных акций в этом секторе. Бумага торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 2027П на уровне 2,7, вровень с секторальной медианой.

Роснефть (495 руб/акцию, «Покупать») обладает значительным потенциалом увеличения добычи благодаря гигантскому проекту «Восток Ойл» и уже пользуется связанными с ним налоговыми льготами. В сентябре этого года открыла терминал «Бухта Север» и загрузила четыре танкера, в 2П27 планирует вывести «Восток Ойл» на добычу 0,6 мбс. Развитие данного проекта сдерживалось сокращением производства по соглашению ОПЕК+, однако теперь реализация, вероятно, ускорится, поскольку кризис на Ближнем Востоке показал уязвимость поставок из ключевых стран картеля. На конец 2К26 отношение чистого долга к EBITDA составляло 1,9. Учитывая динамику добычи, включая «Восток Ойл», мы ожидаем увеличения EBITDA к 2030 г. на 50% по отношению к 2025 г. при уменьшении EV/EBITDA 2030П до 2,5 (EV/EBITDA 2027П – 3,8).

Газпром (140 руб/акцию, «Покупать») показал в 1П26 снижение капзатрат (в широком определении) на 20% г/г, что подтверждает наш прогноз об их уменьшении на 15% за весь 2026 г. Результаты 2К26 оказались лучше ожиданий, но на величине СДП негативно сказался рост оборотного капитала. Благодаря взлетевшим ценам на нефть, нефтепродукты и газ 3К26 тоже, видимо, стал успешным кварталом. Полагаем, что по итогам 2026 г. положительный СДП все же сделает возможным возобновление выплаты дивидендов: исходя из 50% чистой прибыли по МСФО считаем реалистичной доходность 27%. На фоне конфликта на Ближнем Востоке Газпром усилил свои переговорные позиции по «Силе Байкала». Газовый сегмент, полагаем, выиграет в 2026–2028 гг. от прироста экспорта в Китай, индексации тарифов и старта продаж СИБУР Холдингу на Дальнем Востоке. Рыночная оценка газового бизнеса Газпрома дает EV/EBITDA 2027П в 2,2–2,3 при медианных по сектору 2,7.

НОВАТЭК (1450 руб/акцию, «Покупать») построил две очереди проекта «Арктик СПГ 2» и, по данным СМИ, в текущем году уже отправил в Китай около 3 млн т СПГ. Прогнозируем, что, получив в 2026 г. новые танкеры арктического класса, НОВАТЭК загрузит мощности «Арктик СПГ 2» на 25–30%, а в 2027 г. — на 50–60%. По сообщениям СМИ, возобновилась доставка оборудования для строительства третьей очереди проекта, а китайские терминалы готовятся расширить мощности приема его СПГ. Традиционный бизнес компании, ориентированный на экспорт ЖУВ и продажи газа на внутреннем рынке, остается стабильным, а его ресурсная база поддерживается освоением новых месторождений среднего размера.

Газпром нефть (585 руб/акцию, «Держать») выпустила хорошие результаты за 2К26: показатель EBITDA вырос на 75% г/г и на 36% к/к. Рекомендованные СД дивиденды за 1П26 (42,51 руб/акцию, доходность — 8%) превысили ожидания. Коэффициент выплаты дивидендов из скорректированной чистой прибыли за 1П26 по МСФО близок к 75%, и этот показатель, мы полагаем, сохранится. Чтобы, однако, ограничить чистый долг и продолжать солидные выплаты, компании придется урезать капитальные затраты на 25–30% с 2028 г. СДП по итогам 2К26 вновь вышел отрицательным (-26 млрд руб.), но главной причиной стал выросший оборотный капитал, без учета которого СДП оказался бы положительным (49 млрд руб.). Вследствие хорошей динамики акций в 3К26 потенциал роста уменьшился — рейтинг снижаем до «Держать». Коэффициент EV/EBITDA 2027П — 3,4 — выше медианы по сектору (2,7).

Транснефть (1300 руб/ап, «Покупать») остается привлекательной дивидендной бумагой: за 2026 г. прогнозируем выплату в 190 руб. на акцию, за 2027 г. — 180 руб., что дает доходность в 19% и 18%. С увеличением квот ОПЕК+ ожидаем в 2027 г. большей перекачки нефти. В 2026 г. падение объема транспорта нефтепродуктов, на наш взгляд, частично компенсируется ростом прокачки нефти по премиальным экспортным направлениям. Бумага представляет интерес для долгосрочных консервативных инвесторов, поскольку и тарифы, и объемы в целом предсказуемы, а цена на нефть не влияет напрямую на прибыль. Ключевой риск — увеличение затрат на ремонт систем трубопроводного транспорта. Вопросы вызывает и покупка за 40 млрд руб. доли в подконтрольном государству лице (в Газпромбанке, по данным СМИ).

Сургутнефтегаз (20 руб/ао, «Покупать»; 36 руб/ап, «Держать») остается рискованной инвестицией, если, помимо прочего, учесть минимальное с 2К24 раскрытие отчетности по РСБУ. Скромные дивиденды по обыкновенным акциям не позволяют раскрыть их потенциальную стоимость. Катализатором стал бы любой признак отхода от политики накопления денег — например, приобретение активов. Ввиду весьма крепкого рубля дивиденды за 2025 г. по «префам» сравнялись с выплатами по «обычке» (по 0,85 руб. на акцию), но за 2026 г. оцениваем их в ~7 руб. Мы сохраняем рейтинг «Держать» по привилегированным акциям, а по обыкновенным — «Покупать».

Татнефть (615 руб/ао, «Держать»; 595 руб/ап, «Держать») удивила сильными результатами за 1П26 по МСФО: благодаря сегменту переработки и сбыта показатель EBITDA вырос на 75% г/г, капзатраты уменьшились на 9% г/г, а СДП увеличился на 99% г/г. Мы предполагаем, компания близка к тому, чтобы войти в новый инвестцикл, успех которого зависит от условий софинансирования банками, контролируемыми государством. Ключевые проекты — комплекс по производству ТФК, ПЭТФ и параксилола, завод по выпуску DL-метионина. Считаем маловероятным, что в ближайшие годы Татнефть вернется к выплате 75% прибыли в МСФО в виде дивидендов. Целевые цены по акциям обоих видов уменьшились лишь на 3%, но вследствие роста котировок в августе и сентябре, рейтинг в обоих случаях снижаем с «Покупать» до «Держать».

Башнефть (1200 руб/ао, «Держать»; 780 руб/ап, «Держать») по итогам 2025 г. выплатила дивиденды в минимальном с 2016 г. размере (69,3 руб. на акцию). Политика предусматривает выплату только 25% чистой прибыли по МСФО, без корректировок. Часть своей 25%-ной доли Башкортостан реализовал за 14,8 млрд руб. с правом обратного выкупа, уменьшив, по-видимому, присутствие в обыкновенных акциях ниже блокирующего. Отчетность по МСФО Башнефть публикует раз в год в сокращенном формате. Понижая целевые цены, сохраняем рейтинг «Держать» по обоим видам акций. В долгосрочном плане считаем возможным увеличение коэффициента выплаты до 50% от чистой прибыли по МСФО.

НКНХ (60 руб/ао, «Держать»; 35 руб/ап, «Держать») выплатил дивиденды за 2025 г. в соответствии со своей политикой — 15% от скорректированной чистой прибыли по МСФО (доходность — менее 2% по обоим типам акций). В ближайшие годы большие денежные потоки и дивиденды маловероятны: контролирующий акционер — СИБУР Холдинг — судя по всему, отдает приоритет инвестициям. Бумага, вполне возможно, станет интереснее по мере выхода глобального нефтехимического цикла в фазу роста и на более позднем этапе собственного инвестцикла. Рейтинг по обыкновенным акциям мы снизили с «Покупать» до «Держать».

РуссНефть (85 руб/акцию, «Держать») — инвестиция видится высокорискованной: большинство активов — зрелые небольшие и средние месторождения. В отсутствие переработки прибыль и СДП зависят от цены на «Юралс» больше, чем у ВИНК. Ситуация с дивидендами, которые по обыкновенным акциям ни разу так и не выплачивались, по-прежнему далека от ясности. Вместе с тем в 2026 г. началась добыча на Восточно-Каменном месторождении в Югре, которое на горизонте двух-трех лет способно добавить 10–15% к добыче и создать условия для начала выплаты дивидендов. Уменьшив целевую цену, мы также понизили рейтинг по бумаге с «Покупать» до «Держать».

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
Газпром	Покупать	Покупать	170	140	10336	10765	3128	3660	1226	1295	27%	27%
НОВАТЭК	Покупать	Покупать	1550	1450	1584	1652	878	925	483	511	11%	8%
Роснефть	Покупать	Покупать	565	495	8606	9323	2203	2260	796	572	7%	7%
ЛУКОЙЛ	Покупать	Покупать	6700	6150	3779	4100	1148	1437	531	662	21%	15%
Газпром нефть	Покупать	Держать	635	585	3757	3988	1005	1137	313	489	21%	14%
Татнефть	Покупать	Держать	635	615	1937	1708	353	490	181	309	15%	10%
Татнефть (ап)	Покупать	Держать	615	595							16%	11%
Сургутнефтегаз	Покупать	Покупать	21	20	1953	2116	561	600	742	731	6%	6%
Сургутнефтегаз (ап)	Держать	Держать	41	36							17%	17%
Транснефть (ап)	Покупать	Покупать	1500	1300	1511	1542	590	584	292	274	19%	19%
Башнефть	Держать	Держать	1270	1200	1047	1204	156	161	59	60	7%	7%
Башнефть (ап)	Держать	Держать	1020	780							11%	11%
НКНХ	Покупать	Держать	66	60	269	257	61	60	24	1	0%	0%
НКНХ (ап)	Держать	Держать	41	35							1%	1%
РуссНефть	Покупать	Держать	110	85	237	230	48	46	23	22	0%	0%

Источник: Банк Синара

ФИНАНСОВЫЕ КОМПАНИИ

С учетом результатов за 2К26 рейтинги по бумагам всех представителей сектора — «Покупать». Считаем их недооцененными даже при повышении безрисковой ставки и премии за риск инвестирования в акции. Большинство банков удерживают хорошую рентабельность капитала благодаря высокой чистой процентной марже, сбалансированному наращиванию кредитного портфеля и умеренному резервированию. Лучше на таком фоне выглядят диверсифицированные игроки с запасом капитала, на руку которым играют и масштаб, и гибкость в принятии решений.

Катализаторы: разрядка в геополитике; смягчение ДКП.

Риски: ухудшение макроэкономических условий; ужесточение регулирования; отступление от лучших практик в области корпоративного управления.

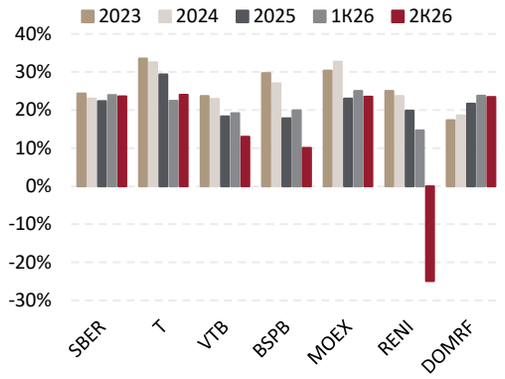
По-прежнему позитивно оцениваем сектор. Финансовым компаниям удается поддерживать сравнительно высокие показатели рентабельности. Темпы роста кредитования остаются умеренными и в корпоративном (+13,2% г/г в августе), и в розничном сегментах (+9,7% г/г) с постепенным оживлением потреб-кредитования. Несмотря на усиление конкуренции за фондирование, ставки привлечения остаются ниже ключевой, что положительно сказывается на маржинальности. Мы по-прежнему не ожидаем усиления давления рисков: проблемы вызревают постепенно, а снижение ставок способствует смягчению процентной нагрузки заемщиков. Банки же используют резервы операционной эффективности, чтобы поддерживать рентабельность.

Сбербанк, ДОМ.РФ, МосБиржа — уверенность, БСПБ — осмотрительность. Первые два эмитента, которые за 2К26 отчитались лучше ожиданий, показали рентабельность капитала в 23–24%. Сбербанку удалось сохранить процентную маржу на высоком уровне, в том числе в августе, после выплаты дивидендов за 2025 г. в объеме ~850 млрд руб. ДОМ.РФ имеет шанс удержать повышенную рентабельность капитала за счет прибыльного проектного финансирования и возможности диверсифицировать фондирование. Рост прибыли Московской Биржи, полагаем, возобновится уже в 2026 г. благодаря увеличению комиссий двузначными темпами и ограничению издержек при минимальном (-3% г/г) снижении чистых процентных доходов. Подход БСПБ к кредитованию и оценке положения заемщиков становится более консервативным. Он снизил ориентир по прибыли на 2026 г., мы предполагаем возобновление ее роста в 2027 г.

Волатильность берет свое. В условиях турбулентного рынка рентабельность некоторых компаний оказалась хуже целевой. Пакет Яндекса снова повлиял на рентабельность капитала акционеров Т-Технологий, которая уменьшилась до 24%. Волатильная составляющая доходов Банка ВТБ оказалась заметно меньше привычных уровней, а показатель ROE в 2К26 снизился до 13%, но основным фактором, ограничивающим рост котировок бумаги, остается стратегическая неопределенность в связи с ожидаемой в текущем году допэмиссией. Сильнее всего участников рынка разочаровала Группа Ренессанс Страхование, по итогам 1П26 показавшая убыток в 1,4 млрд руб. по причине убытка инвестиционного. Мы понизили прогноз, но учли заявление группы о покрытии убытка уже в июле и возвращение в положительную область страхового результата в страховании, отличном от страхования жизни.

Оценка стоимости: рейтинги не меняются. Мы пересмотрели целевые цены, существенно повысив стоимость собственного капитала и сдвинув горизонт оценки на конец 2027 г. Исходя из полной, с ожидаемым нами до конца 2027 г. дивидендами, расчетной доходности, подтверждаем рейтинги «Покупать» по бумагам Сбербанка, ДОМ.РФ, Т-Технологий, Московской Биржи, Банка Санкт-Петербург и Группы Ренессанс Страхования. Большинство эмитентов сектора торгуются с коэффициентами P/BV 2026П в диапазоне 0,5–0,8. По акциям Банка ВТБ повышаем рейтинг до спекулятивного «Покупать», принимая во внимание сверхнизкие оценки (P/BV2026П — 0,26, P/E 2026П — 1,3), притом что эмиссия ожидается по цене, превышающей наш расчет справедливой стоимости.

ДИНАМИКА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ КАПИТАЛА



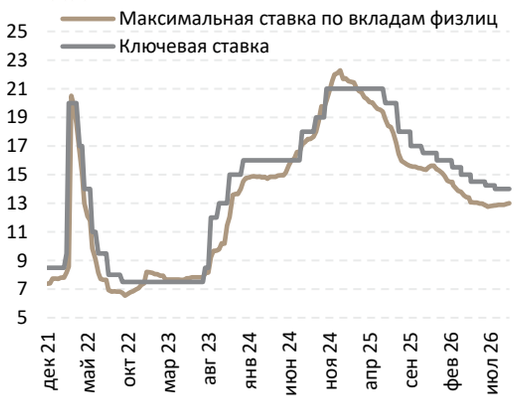
Источники: данные компаний, Банк Синара

РОСТ КРЕДИТОВАНИЯ СТАБИЛЕН, % Г/Г



Источники: Банк России, Банк Синара

СПРЕД ДЕПОЗИТНОЙ СТАВКИ К КЛЮЧУ СУЗИЛСЯ, %



Источники: Банк России, Банк Синара

Ольга Найденова
Старший аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

Сбербанк (400 руб/ао, «Покупать»), закрепив за собой лидерство в финансовой сфере, стабильно показывает высокую доходность на капитал, в среднем в 2016–2025 гг. составлявшую 22%. Нацелен наращивать чистую прибыль, уделяя внимание «пожизненной ценности клиентов» через более тесную связь с ними, а также за счет огромных инвестиций в ИТ и ИИ. На дивиденды распределяет 50% чистой прибыли. Ожидаем ее дальнейший рост и увеличение дивидендных выплат. ROE немного снижается, но останется, по нашим оценкам, выше 22% в 2026–2028 гг.

Компания **Т-Технологии (424 руб/акцию, «Покупать»)** создала уникальную бизнес-модель цифрового банка, строящуюся вокруг каждого клиента в отдельности, исходя из его «чистой стоимости» в 30%. Чтобы формировать оптимальные предложения, увеличить перекрестные продажи и стимулировать клиентов к переходу на продукты более высоких ценовых категорий, компания внедряет и использует передовые ИТ-технологии. Диверсификация вкупе с гибкостью обеспечивает солидные показатели ROE. В 2024 г. Т-Технологии приобрели Росбанк у собственного крупнейшего акционера, создав с ним инвестиционное СП. Предполагаем, что рентабельность капитала акционеров останется выше 25%.

В 2023–2025 гг. рентабельность капитала **Банка ВТБ (93 руб/ао, «Покупать»)** составляла 18–24% и сильно превышала средний по 2011–2021 гг. показатель (9%) во многом благодаря волатильным статьям. Банк в значительной степени восстановил процентную маржу и в 2026 г. нацелен увеличить чистую прибыль по крайней мере на 20% до ~600 млрд руб. В этом году планирует провести допэмиссию акций на ~300 млрд руб. по цене 87 руб. за акцию в том числе для финансирования стратегического партнерства с Wildberries. По коэффициенту P/BV 2026П (0,26) оценивается дешевле всех представителей сектора.

ДОМ.РФ (2930 руб/акцию, «Покупать»), федеральный институт развития жилищного строительства, в банковском направлении способный расти опережающими рынок темпами за счет запаса по регуляторным нормативам и возможностям диверсификации. Эксклюзивные направления бизнеса, такие как секьюритизация ипотечных кредитов и вовлечение земель в хозоборот, — это устойчивые источники квазикомиссионных доходов. Компания способна стабильно показывать ROE выше 20%, и мы ожидаем увеличения прибыли средним темпом 18,3% в 2026–2028 гг. На дивиденды распределяет 50% чистой прибыли.

Значимый для северо-западного региона, **Банк Санкт-Петербург (340 руб/ао, «Покупать»)** входит в топ-20 кредитных организаций РФ. В 2022–2023 гг. на прибыли позитивно сказывались разовые статьи, а в дальнейшем — высокие процентные ставки. По нашей оценке, в нынешнем году показатель ROE снизится до 13% из-за консервативного подхода к оценке рисков, но восстановится до 15–16% в 2027–2030 гг. Располагая солидным запасом капитала, БСПБ выплачивает до 50% прибыли в виде дивидендов и может возобновить выкуп акций.

Московская Биржа (215 руб/акцию, «Покупать») — вертикально интегрированная структура, оказывающая полный цикл торговых и пост-трейдинговых услуг на множестве рынков. Хотя с пиковых значений 2024 г. прибыль в расчете на акцию в 2025 г. снизилась, она все еще вдвое превышает уровень 2021 г., и мы ожидаем, что рост возобновится в 2026 г. за счет двузначных темпов повышения комиссионных доходов и нового приоритета — операционной эффективности. В прошлом году 39% выручки МосБиржа получила за счет процентных доходов по клиентским остаткам. Замедление смягчения ДКП должно помочь в этом отношении.

Группа Ренессанс Страхование (94 руб/акцию, «Покупать») управляет бизнесами страхования жизни и прочими видами страхования. Деятельность основана на использовании цифровых технологий, и расширение идет без открытия множества офисов. ГРС рассчитывает обгонять другие страховые компании по темпам роста. Показатель ROE подвержен значительным колебаниям, связанным в том числе с ситуацией на рынках капитала. Ожидаем, что рентабельность капитала снизится с 20% в 2025 г. до 11% в 2026 г. с последующим восстановлением до 21–22%. Компания не стала выплачивать итоговые дивиденды за прошлый год, но планирует выкупить и погасить до 10% уставного капитала.

СмартТехГрупп (1,0 руб/акцию, «Покупать») управляет самой крупной микрофинансовой организацией на рынке кредитования под залог автомобилей. В основе бизнеса — технологическая платформа собственной разработки. В партнерстве с ключевым акционером, Банком ПСБ, СмартТехГрупп планирует расширить воронку привлечения клиентов, став поставщиком технологий. Наряду со снижением стоимости фондирования в среднесрочной перспективе это, вероятно, обеспечит существенное повышение рентабельности. До последнего времени компания не показывала высоких темпов роста и рентабельности. Прогнозируем ROE на уровне 5–11% в 2026–2027 гг.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Бумага	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Балансовая стоимость-2026, руб/акцию		Чистая выручка-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
Сбербанк	Покупать	Покупать	400	400	412	412	4739	4739	1958	1958	15,5%	15,5%
Московская Биржа	Покупать	Покупать	200	215	125	126	139	140	59,7	62,1	13,7%	13,7%
Т-Технологии	Покупать	Покупать	450	424	315	311	910	902	211	211	9,8%	7,6%
Банк Санкт-Петербург	Покупать	Покупать	310	340	532	532	93	93	29,8	29,8	20,3%	13,2%
Банк ВТБ	Держать	Покупать	79	93	200	200	1636	1636	525	525	19,8%	19,8%
СмартТехГрупп	Держать	Покупать	0,95	1,0	1,8	1,8	3,3	3,3	0,24	0,24	8,0%	0,0%
Группа Ренессанс Страхование	Покупать	Покупать	110	94	112	108	125	119	11,8	6,27	16,1%	8,6%
ДОМ.РФ	Покупать	Покупать	2950	2930	3013	3013	261	261	117	117	15,6%	15,6%

Источник: Банк Синара

КОМПАНИИ ЦВЕТНОЙ МЕТАЛЛУРГИИ

Летнее ослабление рубля стало большим подспорьем для финансовых показателей ГМК Норильский никель и ОК РУСАЛ. Продолжился спекулятивный рост котировок меди, а цены на другие цветные металлы и платиноиды, хоть и снизились, оставались на приемлемом для производителей уровне. Благоприятным для обеих компаний стало и неожиданное решение Норильского никеля выплатить дивиденды (пусть и скромные) за 1П26. Мы полагаем, однако, что многие позитивные факторы уже отыграны, и не видим краткосрочных драйверов, в связи с чем снижаем рейтинг по бумагам обеих компаний до уровня «Держать». Мы также корректируем целевые цены (-5% по Норникелю и -33% по РУСАЛу), что, в частности, отражает повышение премий за риск. Существенное уменьшение целевой цены по акциям РУСАЛа выступает в том числе следствием значительного изменения прогнозов по прибыли и FCF после публикации отчетности за 1П26. Риск для финансовых показателей алюминиевого гиганта — его спор с ФАС, которая настаивает на снижении цен реализации на внутреннем рынке. Минус для Норникеля — предложенный Минфином налог на сверхдоходы, который, впрочем, не должен кардинально сказаться на финансовых показателях компании.

Катализаторы: девальвация рубля; повышение цен на цветные металлы и МПГ; продолжение выплаты дивидендов Норникелем; снижение ставки ЦБ РФ.

Риски: коррекция в ценах на цветные металлы и МПГ; высокая инфляция; укрепление рубля; новые налоги или повышение существующих.

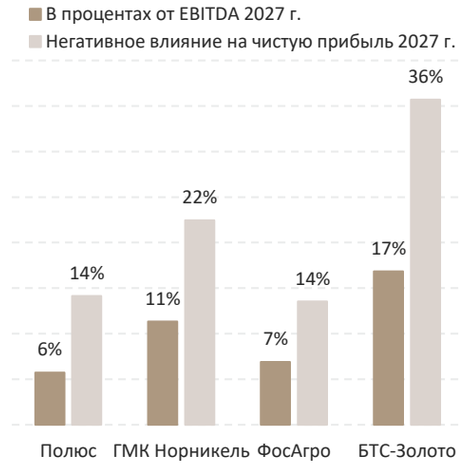
Медь взлетает, никель и алюминий рост теряют. Котировки меди летом и в начале сентября продолжили набирать высоту в силу спекулятивной активности трейдеров, перетягивавших свободные объемы на склады США, что привело к искусственному дефициту в остальных странах. Алюминий и никель, наоборот, растеряли многое из весеннего роста. Причины, конечно, были иные: крылатый металл упал после достижения перемирия США и Ирана, в то время как в случае никеля инвесторы пришли к пониманию, что Индонезия не намерена устанавливать жесткие квоты на добычу в целях стабилизации цен на рынке. На этом фоне платина и палладий торговались на относительно стабильных уровнях, лишившись драйверов в виде подорожания золота и спекулятивной активности. На 2027 г. мы только повысили на 4% ценовой прогноз по меди, а на 2026 г. подняли оценку на 6% по меди до $13 025/т, но снизили на 2% по алюминию до $3240/т, на 3% по платине до $1840/унцию и на 4% по палладию до $1415/унцию.

Норильский никель: снижение целевой цены и рейтинга из-за увеличения премий за риск и новых налогов. Акции компании продемонстрировали в августе — начале сентября неплохой рост на фоне ослабления рубля и повышения цен на медь. Вместе с тем после их отката у бумаги, на наш взгляд, нет краткосрочных драйверов: котировки меди и драгоценных металлов корректируются, дивидендный сюрприз отыгран, а ясности с дальнейшими выплатами нет. Последние во многом зависят от свободного денежного потока, который по итогам 1П26 оказался существенно хуже наших ожиданий из-за увеличения рабочего капитала на $689 млн. Менеджмент намерен сократить оборотный капитал к концу 2026 г. на $400 млн до $3,0 млрд. Полагаем, что это будет непросто сделать. Другой негативный фактор — предложенные налоги на сверхдоходы, которые, по нашим оценкам, составят 73 млрд руб. за 2026 г. Впрочем, кардинальным образом по финансовым показателям это не ударит, так как соответствует лишь 11% прогнозной EBITDA Норникеля за 2027 г.

РУСАЛ: конфликт на Ближнем Востоке влечет за собой не только высокие цены на алюминий. Подорожание алюминия благоприятно отражается на выручке и прибыли компании — показатель EBITDA вырос в 1П26 более чем в четыре раза к 2П25 и на 64% г/г. Однако повышаются и затраты, как на фоне увеличения издержек на электроэнергию в РФ, так и вследствие укрепления рубля в 1П26 и логистических сложностей из-за войны на Ближнем Востоке. Так, в 1П26 удельная денежная себестоимость производства алюминия прибавила 10% п/п и г/г, а отток средств по оборотному капиталу составил значительные $715 млн. Из-за этого FCF за период стал отрицательным, а чистый долг вновь увеличился, достигнув почти $9 млрд. Это тревожный сигнал, несмотря на уменьшение отношения чистого долга к EBITDA до 5,8 с пиковых 7,6 на конец 2025 г. благодаря росту EBITDA. Для РУСАЛа мы пока не закладываем введение налога на сверхдоходы: у компании непростое финансовое положение, а алюминий сложно причислить к природной ренте.

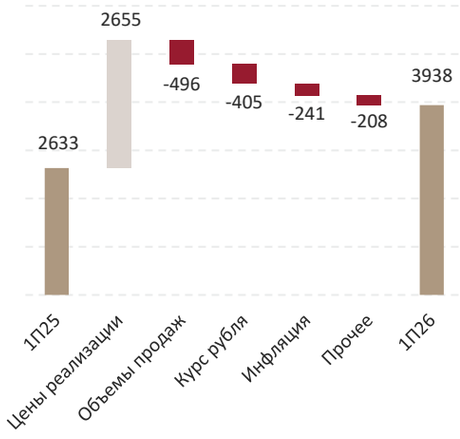
Оценка стоимости: уменьшаем целевые цены и понижаем рейтинги до «Держать». Мы повысили премии за риск инвестирования в акции, что негативно сказалось на оценках компаний сектора. РУСАЛ очень чувствителен к входным параметрам, к тому же мы существенно ухудшили прогнозы по его прибыли и FCF с учетом финансовых результатов за 1П26. В результате наша целевая цена снижена на 33%, а рейтинг — до уровня «Держать». Уменьшение прогнозов по прибыли выразилось и в увеличении мультипликатора EV/EBITDA 2027П на 30% до 3,2. Снижение же целевой цены по Норникелю на 5% связано в большей степени именно с повышением премий за риск, а также с новыми налогами на сверхдоходы.

НОВЫЙ НАЛОГ НА СВЕРХДОХОДЫ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЯДА КОМПАНИЙ



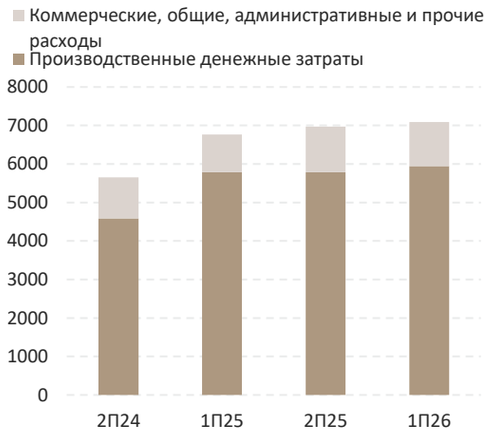
Источники: Metaltorg.ru, MMI, Банк Синара

НОРНИКЕЛЬ: ПОВЫШЕНИЕ ЦЕН СТАЛО ГЛАВНЫМ ФАКТОРОМ РОСТА EBITDA В 1П26, $ МЛН



Источники: данные компании, Банк Синара

РУСАЛ: ДИНАМИКА ЗАТРАТ, $ МЛН



Источники: данные компании, Банк Синара

Сергей Кривохижин
Старший аналитик

ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ И УГЛЯ

Спрос на сталь на российском рынке в этом году превзошел ожидания, при этом лучшую динамику среди секторов-потребителей показало, несмотря на кризисные явления, строительство. Рост демонстрируют и инфраструктурные заказы, и автопром. Больше всего от этого выигрывает Мечел, поскольку увеличение спроса на фоне сокращения производства в конце прошлого года привело к дефициту арматуры и длинного проката в целом. Это, соответственно, вылилось в скачок цен на них, в то время как котировки плоского проката существенно отстали. В этом году, кроме того, повысились цены на коксующийся уголь внутри страны и на мировом рынке, что также благоприятно для Мечела. Помимо него, среди фаворитов оставляем ММК, где видим потенциал роста, несмотря на опережающее движение акций с июльских минимумов. Сохраняя по данным эмитентам рейтинг «Покупать», не меняем и «Держать» в случае Северстали, хотя и отмечаем, что компания, на наш взгляд, первый кандидат на возврат к дивидендным выплатам в следующем году.

Катализаторы: восстановление рынка недвижимости; подписание соглашений по «Силе Байкала»; увеличение спроса со стороны нефтегазовых компаний; выплаты дивидендов; снижение ключевой ставки; смягчение санкций.

Риски: падение внутреннего потребления стали; медленный или нулевой рост спроса со стороны нефтегазовых компаний; повышение инфляции в РФ; увеличение капзатрат; повышение тарифов естественных монополий.

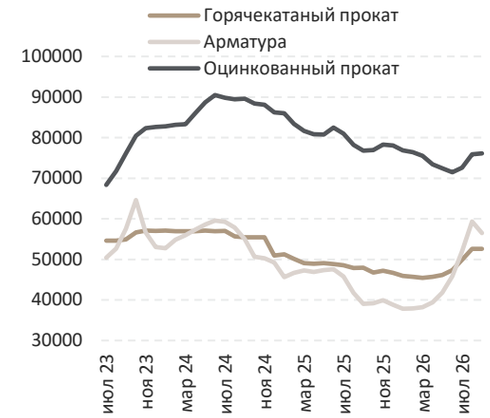
Спрос на сталь внутри страны, видимо, окажется лучше ожиданий. Мы прогнозировали снижение потребления на сталь в 2026 г. на 6% г/г, однако ситуация, вероятно, окажется лучше ожиданий за счет оживления спроса со стороны ряда сегментов строительного сектора, а также инфраструктурных заказов (в частности, высокоскоростных магистралей). Видится восстановление потребления и в автопроме. С негативной стороны отмечаем «подвисание» соглашений по проекту трубопровода «Сила Байкала», что негативно сказывается на компаниях, производящих трубы большого диаметра (ТБД) и стальной прокат под них. Сокращение производства и более высокий, чем ожидалось, спрос со стороны стройки вызвали взлет цен на длинный прокат: арматура с марта подорожала на 47%. При этом котировки плоского проката либо подросли незначительно, либо и вовсе оказываются в минусе. Акции нашего фаворита — ММК — опередили конкурентов, поднявшись с июльских минимумов, но остаются по-прежнему дешевле бумаг Северстали. Мы, однако, считаем, что Северсталь планирует сократить капвложения в следующем году после прохождения пика инвестиционного цикла, что должно благоприятно отразиться на свободном денежном потоке и (возможно) позволит вернуться к дивидендам.

ТМК: низшая точка потребления бесшовных труб пройдена в 1К26. Рынок труб нефтегазового сортамента (OCTG) остается под давлением из-за оптимизации запасов труб нефтегазовым сектором. Тем не менее запасы уже исчерпаны, и с 2К26, по оценке ТМК, наблюдается медленный подъем спроса со стороны данного сектора, а также машиностроения. Скачок нефтяных цен также играет на руку ТМК. Что касается ТБД, то вероятность подписания соглашения по трубопроводу «Сила Байкала» в текущем году стала очень низкой, что негативно для эмитента. Тем не менее компания ожидает, что отгрузки ТБД в следующем году увеличатся и без «Силы Байкала» вследствие отложенного спроса и необходимости плановых ремонтов. Мы уменьшаем целевую цену по акциям ТМК, но оставляем в силе рейтинг «Покупать».

Рост цен на внутреннем и внешнем рынках дает угольщикам перевести дух. В этом году котировки коксующегося угля поднимаются как на внешнем, так и на внутреннем рынках. Мировой ценовой бенчмарк коксующегося угля подскочил с начала года на 43% на фоне остановок добычи в Китае и стабильно высокого интереса Индии. На внутреннем рынке угольщикам также удалось повысить цены при росте мировых и внутрироссийских котировок стали. Дополнительным преимуществом для экспортеров стало летнее ослабление рубля. Нашим фаворитом в сегменте остается Мечел; ожидаем существенного улучшения финансовых показателей вследствие благоприятной конъюнктуры на рынках угля и стали. Среди всех торгуемых сталелитейных компаний Мечел — почти 100%-ный производитель длинного проката, цены на который подскочили в этом году на 40–50%. Сохраняем рейтинг «Покупать» с целевой ценой 56 руб/акцию, которая предполагает потенциал роста в 36%.

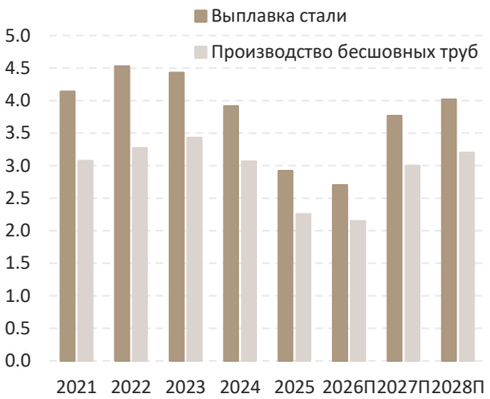
Оценка стоимости: наибольший потенциал видим в ММК и Мечеле. Мы сохраняем рейтинг «Покупать» по трем бумагам сектора: ММК, Мечелу и ТМК. Отмечаем, однако, что у двух последних компаний крупный долг, поэтому они чувствительны к прогнозам снижения ставки ЦБ РФ. Рейтинг по Северстали мы оставляем на уровне «Держать», но полагаем, что она быстрее других сталеваров может вернуться к выплатам дивидендов. Впрочем, доходность в следующем году ожидаем невысокую — лишь 2% начиная с 2П27. По НЛМК и Распадской понижаем рейтинг до «Продавать», несмотря на небольшое повышение прогнозов по прибыли в случае второго эмитента. Снижение рейтинга во многом отражает увеличение премий за риск инвестирования в наших моделях. В случае НЛМК отдельно отметим риск существенного сокращения грузоперевозок в Черном море после атак ракет и БПЛА, поскольку именно через него НЛМК отгружает подавляющую часть продукции на экспорт.

ДИНАМИКА ЦЕН НА СТАЛЬ В РФ, РУБ/Т



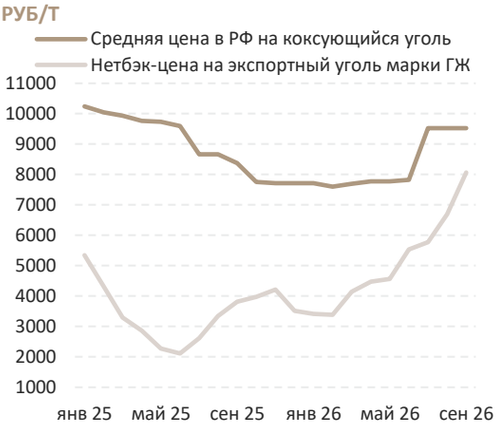
Источники: Metaltorg.ru, Банк Синара

ТМК: ВЫПЛАВКА СТАЛИ И ПРОИЗВОДСТВО БЕСШОВНЫХ ТРУБ, МЛН Т



Источники: данные компании, MMI, Банк Синара

ДИНАМИКА ЦЕН НА КОКСУЮЩИЙСЯ УГОЛЬ, РУБ/Т



Источники: MMI, Банк Синара

Сергей Кривохижин
Старший аналитик

ПРОИЗВОДИТЕЛИ ЗОЛОТА И АЛМАЗОВ

Мы возобновляем анализ двух ведущих золотодобывающих компаний — Полюса и БТС-Золота (бывшая ЮГК), выставляя по ним самую высокую степень риска. Есть, однако, надежда на постепенное снижение корпоративных рисков у второй из них, что позволило бы нарастить фундаментальную составляющую как катализатор для котировок. Пока же оцениваем перспективы БТС-Золота осторожно, присваивая акциям рейтинг «Держать» с целевой ценой 0,74 руб/штуку. Публичная история Полюса, наоборот, существенно ухудшилась из-за крайне урезанного раскрытия отчетности за 1П26. Однако мы полагаем, что бумаги компании уже прошли свое «дно» после летнего пике, а с фундаментальной точки зрения Полюс выглядит по-прежнему привлекательно даже с учетом консервативных предпосылок по «прочим расходам» в этом и следующем годах. Раскрытые параметры по новому налогу на сверхдоходы оказались в плане выплат в 2027 г. ниже ожиданий — лишь 5% прогнозной EBITDA. По мультипликаторам Полюс торгуется с 35%-ным дисконтом к БТС — присваиваем ему рейтинг «Покупать» с целевой ценой 1506 руб/акцию.

Катализаторы: возвращение к раскрытию полной отчетности (Полюс); публикация новой стратегии (БТС-Золото); дальнейшее ослабление рубля; сохранение высоких цен на золото; рост цен на алмазы; выплата дивидендов.

Риски: снижение цен на золото; стагнация цен на алмазы; инфляция издержек; укрепление рубля; выкуп акций с рынка и (или) снижение ликвидности (Полюс и БТС-Золото); увеличение капзатрат.

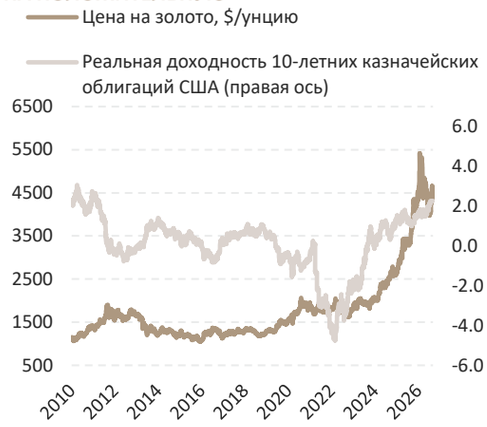
Прогнозируем сохранение котировок золота на высоких уровнях, все так же ожидая коррекции до $4000/унцию в 2027 г. и $3500/унцию в 2028 г. Многолетняя устойчивая обратная корреляция цен на золото с реальными процентными ставками в США дала сбой в начале 2020-х гг., однако зависимость от курса доллара сохраняется. Мы считаем, что после стабилизации котировок золота в августе и сентябре возвращение к обратной корреляции с реальными ставками вполне вероятно. Консенсус-прогноз предполагает небольшой их рост, что будет негативно сказываться на котировках желтого металла. Мы еще раз выдвигаем тезис о том, что покупки центробанков не влияют непосредственно на цены на золото, являясь скорее частью нарратива о дедолларизации, что добавляет популярности золоту как тихой гавани для хеджирования рисков.

Полюс — сейчас самая рискованная бумага в секторе, но мы считаем, что «дно» уже пройдено. В нашу новую модель по компании мы заложили довольно высокие прогнозы по т. н. прочим расходам ($1,5 млрд в год в 2026–2027 гг.). При расчете собственного капитала мы также применили дополнительную корпоративную премию за риск в 5%. Раскрытие параметров налога на сверхдоходы позитивно для бумаг Полюса: мы и рынок в среднем ожидали подобных выплат в размере около 100 млрд руб., а по факту будет исчислено, по нашей оценке, чуть более 30 млрд руб. в 2027 г. С учетом этих аспектов низкозатратные активы Полюса с длительным сроком отработки и перспективами увеличения 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 сегодняшней ситуации вероятен «кейс НЛМК»: бумаги торгуются с заниженным мультипликатором, но реагируют и на фундаментальные факторы. Характерно, что сейчас коэффициенты EV/EBITDA на 2027 г. у Полюса и НЛМК почти идентичны, на уровне 2,3–2,6. Позитивный сценарий с возвращением полного раскрытия отчетности гарантирует значительное повышение котировок.

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-Золота. Новый налог на сверхдоходы намного сильнее бьет по бывшей ЮГК, чем по Полюсу или Норникелю, сокращая ее прогнозный FCF на 31%, по нашей оценке. Мультипликаторы невысоки, но на рынке можно найти менее рискованные истории с более привлекательными оценками.

Оценка стоимости: БТС-Золото и АЛРОСА — «Держать», Полюс — «Покупать», Селигдар — «Продавать». Золотодобывающие компании мы оцениваем по методу стоимости чистых активов (NAV), используя новые модели по эмитентам. Оценка Полюса и БТС-Золота осложняется корпоративными рисками, у Полюса в данный момент они выше. По мультипликатору EV/EBITDA на 2027 г. Полюс (2,6) торгуется с 35%-ным дисконтом к БТС-Золоту (4,0). Мы понизили рейтинг по акциям Селигдара до «Продавать», отразив рост премий за риск, новые налоги и перманентно отрицательный FCF из-за высоких капзатрат и оттоков по рабочему капиталу. Долговая нагрузка остается большой, а отношение чистого долга к EBITDA на конец 1П26 поднялось до 3,7. По АЛРОСА целевую цену почти не меняем, рейтинг оставляем «Держать».

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



Источники: Yahoo Finance, Банк Синара

СРЕДНИЕ ЦЕНЫ НА ОБРУЧАЛЬНЫЕ КОЛЬЦА В США, $



Источники: Brite.co, Банк Синара

Сергей Кривохижин
Старший аналитик

ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ

Цены на фосфатные и азотные удобрения летом устремились в противоположные стороны. Котировки первых закрепились на высоких уровнях вблизи $800/т, последних — рухнули до значений, зафиксированных до начала войны на Ближнем Востоке. Таким образом, сохраняется преимущество ФосАгро (сосредоточенной на фосфатах) относительно Акрона, чей главный продукт — азотные удобрения. При этом у двух компаний много общего: обе наконец получили выгоду от динамики курса рубля, который с лета достаточно резко ослабел; и та, и другая, как показала отчетность за 1П26, испытывают на себе последствия атак БПЛА в 1К26, из-за чего в 2К26 работали еще не на полную мощность; свободный денежный поток у эмитентов также оставался в целом недалеко от нулевого значения. В плане дивидендов выигрывает Акрон, объявивший выплаты в июне и сентябре, ФосАгро к ним пока так и не вернулась. Негативное влияние на обоих эмитентов оказывает новый налог на сверхдоходы. Мы понизили целевые цены по бумагам обеих компаний (отчасти вследствие увеличения премий за риск), а также рейтинг по ФосАгро до «Держать».

Катализаторы: сохранение высоких цен на фосфатные удобрения и рост котировок азотных; ослабление рубля; увеличение размера дивидендов (Акрон); повышение прозрачности и предсказуемость с выплатами (ФосАгро).

Риски: снижение мировых цен на удобрения; повышение инфляции в РФ; рост капитальных затрат; укрепление рубля.

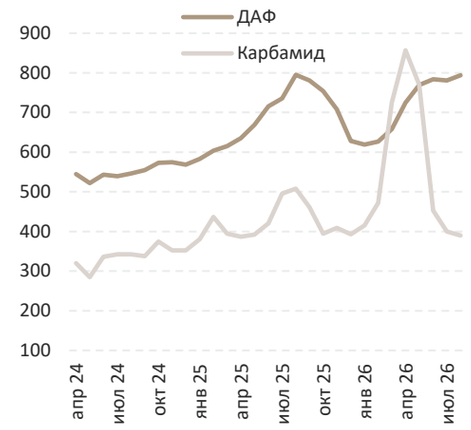
Котировки азотных и фосфатных удобрений летом разошлись в динамике. Конфликт на Ближнем Востоке привел весной к скачку цен на оба вида удобрений, однако летом котировки азотных резко пошли вниз и в итоге в августе уже вернулись к довоенным уровням. Причинами стали частичная нормализация судоходства в Ормузском проливе (что позволило выводить обратно застрявшие ранее партии товара), возврат Китая на экспортные рынки, а также завершение посевного сезона в Северном полушарии. Иная ситуация сложилась в сегменте фосфатных удобрений, чье производство сильно зависит от серной кислоты, большой дефицит которой возник из-за войны в Иране, поскольку на Ближний Восток приходится около половины мирового экспорта серы. Спотовые котировки последней взлетели втрое с начала 2026 г., несколько опустившись в середине июня, когда Иран и США достигли соглашения. Однако сера остается в дефиците, и котировки снижаются медленно, из-за чего ряд производителей фосфатных удобрений вынуждены сокращать производство. Это, в свою очередь, поддерживает цены на данный вид удобрений на повышенном уровне.

ФосАгро: прибыль растет, но дивидендов по-прежнему нет. Финансовые показатели эмитента значительно улучшились в 2К26: выручка увеличилась на 14% к/к, а EBITDA — почти на 50% к/к. Причина кроется в скачке цен на фосфатные удобрения в 2К26, хотя сильный рубль продолжал негативно влиять на доходы от экспорта. Благодаря высоким ценам на продукцию ФосАгро, на наш взгляд, удастся получить значительную выручку и в 3К26. Дополнительный импульс может придать ликвидация последствий атак БПЛА, а также ослабевший рубль. Однако растут и издержки: в 2К26 совокупные денежные затраты увеличились на 6% к/к. Расходы на серу, ключевое сырье, также опять подросли (+12% к/к). Ввиду сложностей на отечественном рынке нефтепродуктов мы не ожидаем улучшения ситуации с серой, из-за чего затраты, полагаем, оставались высокими и в 3К26. ФосАгро зафиксировала небольшой положительный FCF, что позволило сократить чистый долг на 5% к/к, хотя его отношение к EBITDA стало чуть больше, превысив 2,0 на конец 2К26. Слабый FCF вкупе с увеличением коэффициента ЧД/EBITDA — препятствие к выплате дивидендов. Другим барьером к возвращению к ним может стать налог на сверхдоходы: он не станет критичным для компании, но составит 7% от прогнозируемой нами EBITDA на 2027 г.

Акрон единственный в секторах металлургии и удобрений регулярно выплачивает дивиденды. После приостановки выплат Полюсом Акрон остался единственным эмитентом из указанных секторов, который платит регулярные дивиденды (прогнозируем 5%-ную доходность на 12 месяцев). Компания показала хорошие результаты в плане выручки и прибыли за 2К26 благодаря высоким мировым ценам на удобрения, несмотря на сокращение производства. Но FCF по-прежнему в минусе из-за высоких капзатрат.

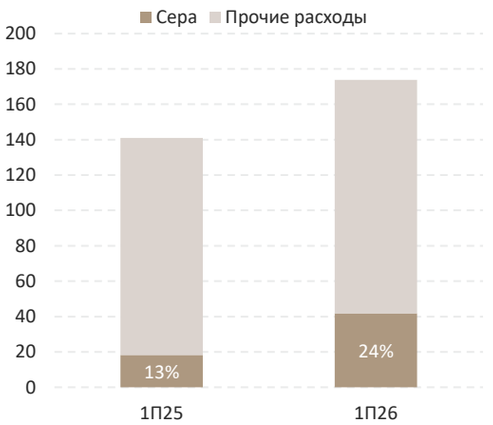
Оценка стоимости: увеличиваем премию за риск и включаем новые налоги, снижаем рейтинг по акциям ФосАгро до «Держать». Мы использовали в своих моделях более высокие премии за риск инвестирования в российские акции, а также более значительные операционные затраты ФосАгро и Акрона. Кроме того, мы включили в расчет налог на сверхдоходы. В результате прогнозы по прибылям компаний и целевые цены были снижены (по акциям ФосАгро — на 20% до 5500 руб. за штуку, по бумагам Акрона — на 7% до 13 000 руб.). По Акрону рейтинг «Продавать» остался без изменений, особенно на фоне опережающего роста его котировок относительно индекса, сектора и ФосАгро. Рейтинг ФосАгро снижен до «Держать» — полагаем, учитывая отскок с июльских минимумов, влияние новых налогов и средние мультипликаторы (EV/EBITDA 2027П 4,3), сейчас бумага справедливо оценена рынком.

ДИНАМИКА ЦЕН НА УДОБРЕНИЯ, $/Т



Источники: Всемирный банк, Банк Синара

ФОСАГРО: ДЕНЕЖНЫЕ ЗАТРАТЫ, МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, Банк Синара

Сергей Кривохижин
Старший аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

ГМК Норильский никель (132 руб/акцию, «Держать»). Акции показали рост на 35%, восстанавливаясь после июльского падения рынка, чему способствовало спекулятивное ралли в меди, ожидания дивидендов и ослабление рубля. Однако 23 сентября котировки упали на 8% после объявления о новом налоге на сверхдоходы. Впрочем, кардинальным образом по финансовым показателям это не ударит, так как соответствует 11% прогнозной EBITDA компании на 2027 г.

ОК РУСАЛ (28 руб/акцию, «Держать»). Котировки алюминия стабилизировались после окончания горячей фазы конфликта на Ближнем Востоке. Тем не менее дефицит металла на рынке в текущем году, полагаем, сохранится, и мы ожидаем, что котировки останутся выше $3000/т. Однако война в Иране принесла и рост издержек — логистических и сырьевых, что вкупе с увеличением цен на электроэнергию в РФ негативно влияет на прибыли и FCF, по которым мы существенно сократили свои прогнозы после выхода отчетности за 1П26. Снижение ожиданий привело и к увеличению мультипликаторов (на 30% по EV/EBITDA 2027П до 3,2).

Северсталь (741 руб/акцию, «Держать») завершает крупные инвестиционные проекты, среди которых строительство завода по производству железорудных окатышей, поэтому в следующем году ожидаем сокращения капитальных затрат. Это, в свою очередь, должно вернуть FCF в положительную зону и способствовать возобновлению выплаты дивидендов. Впрочем, доходность по году ожидаем невысокую (2%) на фоне относительно небольшого денежного потока и возвращения к выплатам только в 2П27.

НЛМК (70 руб/акцию, «Продавать») в меньшей степени, чем ММК и Северсталь, ориентирован на рынок РФ, ввиду чего меньше и выиграет от его восстановления. С другой стороны, здесь выше зависимость от рублевого курса. До 2022 г. бумага торговалась на одном уровне с акциями Северстали, но теперь мультипликаторы НЛМК намного ниже: сказывается плохое раскрытие информации и высокие риски запрета на поставки стальной продукции компании в ЕС. Отдельный риск — снижение грузоперевозок через Черное море из-за атак ракет и БПЛА, а именно этим путем НЛМК экспортирует львиную долю своей продукции.

ММК (29 руб/акцию, «Покупать») в плане прибыли сильнее НЛМК и Северстали пострадал от падения внутреннего рынка в 2025 г., но при восстановлении рынка стали обгонит конкурентов по динамике и производственных, и финансовых показателей. При этом бумага по-прежнему торгуется с неоправданно низким мультипликатором EV/EBITDA: 1,7 по 2026 г. и 1,4 по 2027 г.

ТМК (84 руб/акцию, «Покупать») должна выиграть в этом году от скачка цен на нефть и газ, благодаря которому их производители смогут увеличить свои капзатраты, в том числе на закупку труб OCTG. Низшая точка по спросу в данном сегменте была пройдена в 1К26, и уже в 2К26 наметился рост. Реализация проекта «Сила Байкала» уже не столь очевидна, как ранее, поэтому мы сократили прогноз по продажам труб большого диаметра в 2027 г., но спрос на них должен все равно вырасти на фоне отложенного спроса.

Распадская (124 руб/акцию, «Продавать»). Прочное финансовое положение, рост цен на мировом и российском рынках, а также летнее ослабление рубля позволят пережить кризис на угольном рынке. Мы немного повысили прогнозы прибыли и целевую цену, но текущие котировки указывают на высокую оценку компании.

Мечел (56 руб/ао и ап, «Покупать») выигрывает от повышения цен на коксующийся уголь внутри страны и на экспортном направлении, а также скачка котировок на стальной длинный прокат в России с марта. Компания также постепенно наращивает добычу угля после сокращения из-за слабого спроса. Ожидаем существенного улучшения финансовых показателей в 2П26.

Полюс (1506 руб/акцию, «Покупать»). Приостановка выплаты дивидендов и публикация крайне урезанной отчетности привели к обвалу котировок из-за опасений больших налогов, выкупа акций с рынка и т.д. Вместе с тем изменений в бизнесе не произошло — с фундаментальной точки зрения он по-прежнему выглядит сильно и привлекательно, особенно с учетом высоких цен на золото. Падение акций вылилось в снижение мультипликатора EV/EBITDA 2027П до 2,6 — примерно на уровне «закрытого» НЛМК. В нашей новой модели мы допустили консервативные оценки по «прочим расходам» в 2026–2027 гг., а также применили дополнительную премию в 5% за корпоративный риск в расчете премии за риск инвестирования в акции. Раскрытие параметров налога на сверхдоходы позитивно для бумаг Полюса: мы и рынок в среднем ожидали подобных выплат в размере около 100 млрд руб., а по факту будет исчислено, по нашей оценке, чуть более 30 млрд руб. в 2027 г. С учетом этих аспектов бумага выглядит сильно недооцененной по фундаментальным критериям.

БТС-Золото (бывшая ЮГК; 0,74 руб/акцию, «Держать»). Государству удалось продать национализированный пакет акций лишь на четвертом аукционе 19 июня. Компания последовательно реализует планы по росту добычи, хотя риском остается ее восстановление на Уральском хабе. Впрочем, в ближайшее время внимание инвесторов будет приковано к планам развития компании новым собственником, в связи с чем публикация новой стратегии или раскрытие намерений относительно развития компании были бы благоприятны для котировок. Введение налога на сверхдоходы весьма сильно задевает БТС-Золото, сокращая наш прогнозный FCF на 2027 г. на 31%.

Селигдар (33 руб/акцию, «Продавать»). Мы понизили рейтинг по бумаге из-за увеличения премий за риск в моделях. Акции торгуются со средним коэффициентом EV/EBITDA 2027П (4,0). Компания последовательно реализует планы по расширению добычи, однако проблемой остается перманентно отрицательный FCF из-за высоких капзатрат и оттоков по рабочему капиталу. В результате долговая нагрузка по-прежнему высока, а отношение чистого долга к EBITDA на конец 1П26 выросло до 3,7.

АЛРОСА (20 руб/акцию, «Держать»). По нашим оценкам, «дно» рынком алмазов уже пройдено и он начал медленно восстанавливаться, особенно в сегменте крупных и средних камней. Ожидаем продолжения этой тенденции в 2П26. Давление оказывают низкие цены в сегменте мелких камней, но в выручке АЛРОСА они занимают лишь 20%. Поддержку прибыли оказывает ослабевший рубль, а также решение правительства перенести введение импортной пошлины на март 2027 г.

ФосАгро (5500 руб/акцию, «Держать») получает выгоду от скачка цен на удобрения вследствие конфликта на Ближнем Востоке, однако испытывает давление из-за крепкого рубля в текущем году: ~80% доходов приносит экспорт. Помимо этого, мощным ударом по прибыли стал скачок цен на серу – ключевой сырьевой компонент. Негатив привносит новый налог на сверхдоходы, который уменьшает наш прогнозный FCF на 2027 г. на 15%. Дополнительные риски — отсутствие предсказуемости с дивидендами и ухудшение раскрытия информации. Бумага торгуется со средними мультипликаторами (EV/EBITDA 2027П 4,3).

Акрон (13 000 руб/акцию, «Продавать») показал хорошие результаты в плане выручки и прибыли за 2К26 благодаря высоким мировым ценам на удобрения. Вместе с тем производство товарной продукции остается ниже плана из-за последствий атаки БПЛА. FCF по-прежнему в минусе из-за высоких капитальных затрат. Минусом выступает низкая ликвидность, а также высокие мультипликаторы (EV/EBITDA 2027П 5,9).

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
ГМК Норникель	Покупать	Держать	139	132	1 324	1 275	643	661	334	346	11%	11%
ОК РУСАЛ	Покупать	Держать	42	28	1 392	1 363	322	244	220	146	0%	0%
НЛМК	Держать	Продавать	69	70	751	767	115	104	48	40	8%	4%
Северсталь	Держать	Держать	770	741	637	674	108	113	34	30	2%	1%
ММК	Покупать	Покупать	30	29	552	594	66	93	12	33	6%	3%
ТМК	Покупать	Покупать	115	84	390	358	37	28	-45	-65	0%	0%
Распадская	Держать	Продавать	113	124	122	132	1	8	-21	-13	0%	0%
Мечел (ао и ап)	Покупать	Покупать	75	56	319	312	21	14	-23	-34	0%	0%
Полюс	-	Покупать	-	1 506	-	867	-	631	-	180	0%	0%
БТС-Золото (ЮГК)	-	Держать	-	0,74	-	158	-	68	-	32	7%	7%
Селигдар	Держать	Продавать	39	33	113	113	67	53	8	18	0%	0%
АЛРОСА	Держать	Держать	21	20	225	218	43	36	20	-12	8%	8%
ФосАгро	Покупать	Держать	6 900	5 500	665	626	254	178	141	80	11%	8%
Акрон	Продавать	Продавать	14 000	13 000	287	258	134	104	67	61	8%	5%

Источник: Банк Синара

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЕ КОМПАНИИ

Акции компаний сектора показывают в этом году неоднозначную динамику. С одной стороны, сказываются снижение экономического роста, сохранение высоких процентных ставок, замедление рынка онлайн-рекламы и низкий спрос на технологические решения в сегменте услуг для бизнеса (B2B). С другой стороны, у ряда компаний низкий или нулевой долг при хорошей рентабельности, что позволяет платить щедрые дивиденды или проводить выкуп акций на слабом рынке. Долгосрочные перспективы сектора остаются интересными в свете тренда на цифровизацию и импортозамещение. Наши фавориты — все так же Яндекс и платформенные бизнесы Хэдхантер и Циан. Озон и ВК по-прежнему сильно недооценены, но в этих бумагах возможно сохранение высокой волатильности. Значительную недооценку видим и в случае разработчиков ПО и провайдеров ИТ-услуг, хотя последние результаты подтверждают их способность адаптироваться к изменению условий для бизнеса.

Катализаторы: цифровизация; импортозамещение; смягчение ДКП.

Риски: повышение налогов; слабый макроэкономический рост; увеличение расходов на персонал; низкий спрос в сегменте B2B.

Яндекс, Циан и Хэдхантер остаются фаворитами. Яндекс продолжил показывать хорошую динамику в 2К26. В частности, выручка выросла на 16% г/г до 386 млрд руб., скорректированный показатель EBITDA — на 35% г/г до 89 млрд руб., а рентабельность по нему составила 23%. Руководство подтвердило прогноз на 2026 г., ожидая роста выручки на ~20% и скорректированную EBITDA на уровне ~350 млрд руб. У Циана и Хэдхантера также сохраняются высокая рентабельность и финансовая устойчивость даже в нынешних условиях благодаря бизнес-моделям с низкими фиксированными затратами и потребностями в инвестициях. Это в том числе позволяет выплачивать акционерам достаточно привлекательные дивиденды и проводить выкуп акций, что создает дополнительную акционерную стоимость и поддерживает котировки. При этом перспективы расширения бизнеса при переходе в фазу восстановления экономического роста остаются отличными благодаря лидирующей позиции обеих компаний на своих рынках и хорошей масштабируемости операций. Мы ожидаем, что в этом году Хэдхантер, скорее всего, покажет умеренные темпы роста выручки, но сохранит рентабельность по EBITDA на уровне выше 50%, а Циан сможет продемонстрировать рост выручки примерно на 20% и рентабельность по EBITDA в 29,5%.

ВК и Озон недооценены, но есть риск волатильности. В 2К26 динамика операционных и финансовых показателей Озона осталась отличной. Так, оборот (GMV) поднялся на 37% г/г до 1,3 трлн руб., выручка — на 65% г/г до 334 млрд руб. Скорректированный показатель EBITDA достиг 57,9 млрд руб., а чистая прибыль составила 10 млрд руб. Впрочем, в центре внимания рынка сейчас риски, связанные с атаками на логистическую инфраструктуру компании. На наш взгляд, в любом сколько-нибудь реалистичном сценарии рискам скорее подвергаются перспективы роста и улучшения показателей прибыли, нежели способность Озона функционировать как таковая, и рынок уже закладывает в котировки негативный сценарий. Мы также считаем недооцененными акции ВК. В условиях замедления рынка онлайн-рекламы рост выручки ограничен, но компания вышла из активной инвестиционной фазы и улучшает рентабельность на операционном уровне, сокращая чистый долг.

Разработчики ПО и провайдеры ИТ-услуг показывают улучшение динамики. Спрос на ИТ-решения и ПО в корпоративном сегменте пока по-прежнему под давлением из-за высоких ставок и осторожного подхода к ИТ-бюджетам. Вместе с тем ведущие игроки рынка, на наш взгляд, достаточно успешно адаптируются к этим условиям и сосредоточены на операционной эффективности. В итоге результаты 2К26 многих из них дают основания для умеренного оптимизма, с учетом более высокой сезонной значимости второго полугодия в этой отрасли. На более длинном горизонте сохраняется большой потенциал роста благодаря расширению цифровизации и продолжению импортозамещения. Динамика снижения процентных ставок остается значимым фактором для бумаг сектора, влияя на спрос в сегменте B2B, стоимость обслуживания долга и оценку стоимости компаний рынком. В итоге мы считаем фундаментально недооцененными акции Софтлайна, Группы Астра и Группы Позитив.

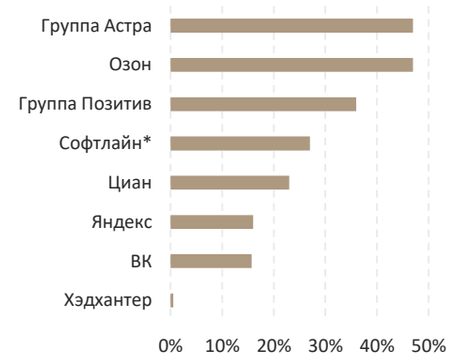
Оценка стоимости: несмотря на снижение большинства целевых цен сохраняется высокий потенциал роста по фундаментальным критериям. Мы применили обновленный макроэкономический прогноз и отразили последние результаты и новости в наших моделях по компаниям сектора, целевые цены (теперь рассчитанные на конец 2027 г.) в основном несколько уменьшились, на 6–19%. Исключением стал Циан, где целевая цена была повышена на 12% с учетом сохранения среднесрочных прогнозов менеджмента, которые мы раньше не учитывали полностью в нашей модели. В итоге мы по-прежнему видим значительный потенциал роста стоимости почти во всех бумагах и считаем сектор фундаментально перепроданным, устанавливая рейтинг «Покупать» по акциям всех анализируемых компаний, за исключением Группы Позитив, котировки которой повышались последнее время существенно быстрее рынка и в случае которой устанавливаем рейтинг «Держать».

СОВОКУПНАЯ ДОХОДНОСТЬ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: Московская Биржа, Банк Синара

РОСТ ВЫРУЧКИ (ОБОРОТА) В 2К26 (Г/Г)



** Оборот.*

Источники: данные компаний, Банк Синара

Константин Белов
Старший аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

Яндекс (6000 руб/акцию, «Покупать») занимает доминирующее положение на рынке онлайн-поиска, генерирует большие доходы от интернет-рекламы; другим значимым источником денежных потоков выступает сегмент «Райдтех». Средства, полученные от этих подразделений, позволяют финансировать новые бизнесы, такие как медиа, облачные сервисы, беспилотные транспортные средства, финтех или ИИ, где долгосрочные перспективы рынок, на наш взгляд, недооценивает, если учитывать технологическое лидерство Яндекса и популярности его экосистемы. Работающая в сегментах услуг для физлиц (B2C) и бизнесов (B2B) компания имеет все возможности, чтобы остаться лидером в своей отрасли. Мы ждем роста выручки на 21% в этом году. По EV/EBITDA 2026П бумага торгуется на уровне 4,0. Потенциальными катализаторами считаем публикацию хороших результатов и рост новых бизнесов.

Озон (6800 руб/акцию, «Покупать»), второй на российском рынке маркетплейс, продолжал демонстрировать впечатляющий рост GMV и улучшение юнит-экономики в 1П26. Вместе с тем сейчас в центре внимания рынка находятся связанные с атаками на логистическую инфраструктуру риски. Мы не считаем их критическими, но возможные дополнительные расходы на перестройку бизнес-модели и адаптацию к изменившейся ситуации могут замедлить рост компании. Озон довольно высоко торгуется по мультипликаторам (EV/EBITDA 2026П — 4,2), что, по-видимому, отражает ожидания роста прибыли хорошим темпом (по нашей оценке, EBITDA в 2026 г. увеличится на 31%, в 2027 г. — на 30%).

ВК (290 руб/акцию, «Покупать») доминирует на рынке соцсетей, управляя двумя самыми популярными из них. Развивает бизнес-сегменты, используя возможности, возникшие после ухода из РФ (или сворачивания деятельности) зарубежных технологических и медиакомпаний. Результаты за 2025 г. и 1П26 свидетельствуют, что большие вложения последних лет начали приносить отдачу, позволяя сосредоточиться на эффективности и рентабельности. В этом году ВК удалось существенно снизить долг. Росту котировок мог бы способствовать вывод на биржу быстрорастущей «дочки» ВК Технологии, но это вряд ли произойдет до улучшения ситуации на рынке. Другим драйвером считаем внедрение мессенджера MAX при мощной поддержке со стороны властей, хотя значимая монетизация продукта в ближайшей перспективе маловероятна. С учетом состояния рекламного рынка, ожидаем в этом году роста выручки всего на 5%, но при этом прогноз менеджмента по EBITDA (минимум 24 млрд руб.) может оказаться консервативным. По EV/EBITDA 2026П бумага торгуется на уровне 5,8, выше аналогов (Яндекса, Озона).

Циан (1020 руб/акцию, «Покупать») управляет эффективной платформой своей разработки, где взаимодействуют продавцы и покупатели недвижимости. Бизнес хорошо масштабируется и не требует больших вложений, что обеспечивает высокие показатели рентабельности и достаточно прочный баланс при по-прежнему хороших темпах роста выручки. Даже в условиях охлаждения рынка недвижимости Циан показывает неплохие финансовые результаты, а дополнительный импульс должна придать более эффективная монетизация при нормализации процентных ставок. В среднесрочной стратегии прописано развитие транзакционного бизнеса и рост продаж как минимум до 50 млрд руб. в год при рентабельности по EBITDA не менее 50%. Другой позитивный для бумаги фактор — регулярные выплаты дивидендов (доходность на 12 месяцев оцениваем в ~12%). По EV/EBITDA 2026П оценивается в 7,7, дороже Хэдхантера, Яндекса, Озона ввиду ожидания большего роста на среднесрочном горизонте (~20% в год до 2030 г.).

Хэдхантер (3300 руб/акцию, «Покупать») управляет ведущей в РФ цифровой платформой для поиска работы и подбора персонала. Результаты за прошлый год и за 1П26 отразили снижение деловой активности клиентов в сегменте МСБ, и рост выручки, скорее всего, снова выйдет скромным по итогам 2026 г. Впрочем, среднесрочные перспективы оцениваем как очень хорошие. Учитывая лидирующее положение компании на своем рынке, небольшой объем капзатрат, низкие фиксированные издержки и прочный баланс, считаем, что перед Хэдхантером открываются отличные возможности, чтобы на этапе восстановления деловой активности быстрее других игроков наращивать выручку при исключительно высокой рентабельности. Поддержку котировкам должны оказать неплохая дивидендная доходность (8% на 12 месяцев вперед) и объявленная программа выкупа акций. Бумага торгуется ниже Циана по EV/EBITDA 2026П — 6,3 против 7,7.

Софтлайн (130 руб/акцию, «Покупать») получает выгоду благодаря трансформации ИТ-рынка и цифровизации в России. В компании сформированы три кластера, предлагающие широкий спектр технологических решений, в том числе с акцентом на ИИ, включая ПО, услуги, облачные решения и «железо». В бизнес-модели дистрибуция сторонних решений сочетается с релизом собственных продуктов и решений, доля которых в структуре продаж увеличивается, благодаря чему зримо улучшаются показатели рентабельности. Развитию бизнеса, расширению предложения продуктов и созданию акционерной стоимости способствуют и сделки на рынке слияний и поглощений.

Группа Позитив (1200 руб/акцию, «Держать») может в нынешней ситуации выигрывать как от усиления спроса на решения в области кибербезопасности в целом, так и от перехода на отечественные продукты данного направления, что обусловлено, помимо прочего, регуляторными факторами. В условиях высоких процентных ставок спрос со стороны корпоративных клиентов в 2025 г. упал, ввиду чего компания сконцентрировалась на восстановлении эффективности и возвращении на траекторию роста, что положительно сказалось на ее финансовых результатах за прошлый год и 1П26. По EV/EBITDA 2026П рынок оценивает бумагу на уровне 4,4, в целом близко как к акциям Группы Астра, и к технологическим компаниям первого эшелона.

Группа Астра (380 руб/акцию, «Покупать»), выступая лидером на рынке инфраструктурного ПО среди российских разработчиков, выигрывает от цифровой трансформации экономики и перехода корпоративных и государственных заказчиков на отечественные решения. Краткосрочное давление на показатели оказало падение спроса со стороны клиентов в сегменте B2B, а усиление налоговой нагрузки отразится на расходах. По итогам 2К26 группа показала ускорение роста выручки, но вторая половина года сезонно более значима — за весь 2026 г. ожидаем повышения выручки на 21%. На наш взгляд, в среднесрочной перспективе на котировках позитивно скажется объявленная программа выкупа собственных акций и реализация отложенного спроса на решения эмитента. Акции торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2026П на уровне 4,3, ниже большинства анализируемых нами компаний сектора.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Бумага	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
Яндекс	Покупать	Покупать	6510	6000	1728	1725	354	353	139	139	6%	6%
Озон	Покупать	Покупать	7500	6800	1212	1215	205	205	39	9	0%	0%
ВК	Покупать	Покупать	360	290	180	167	27	22	-17	-19	0%	0%
Циан	Покупать	Покупать	910	1020	18	18	5	5	2	3	12%	12%
Группа Позитив	Держать	Держать	1300	1200	41	41	20	20	12	12	7%	7%
Софтлайн	Покупать	Покупать	150	130	105	105	10	9	0,9	1,3	0%	0%
Хэдхантер	Покупать	Покупать	3500	3300	42	42	20	20	15	15	8%	8%
Группа Астра	Покупать	Покупать	410	380	26	25	9	11	7	8	5%	5%

Источник: Банк Синара

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

Мы сохраняем рейтинг «Покупать» по бумагам МТС и по обыкновенным и привилегированным акциям Ростелекома. Последние результаты обеих компаний подтвердили их устойчивость к макроэкономическим рискам: традиционный бизнес обеспечивает умеренный рост выручки в сочетании с неплохой рентабельностью, что позволяет получать хорошие денежные потоки. Новые направления (кибербезопасность, медиа, дата-центры и финтех в случае МТС) создают дополнительные возможности. Отмечаем также, что дивидендная доходность МТС остается привлекательной, даже с учетом новой дивидендной политики. Возможный вывод на биржу дочерних компаний, которые работают вне сектора телекоммуникаций, пока остается долгосрочной перспективой из-за слабой конъюнктуры рынка и медленного снижения ключевой ставки.

Катализаторы: рост тарифов; первичное размещение «дочек» не из сферы телекоммуникаций; развитие цифровых сегментов.

Риски: увеличение расходов на персонал; рост капзатрат, в т. ч. для внедрения стандарта 5G.

МТС: в 2К26 результаты остались сильными. Некоторое время назад эмитент начал трансформацию бизнеса для повышения эффективности и усиления контроля над уровнем долга, операционными расходами и капитальными затратами, что продолжает позитивно сказываться на финансовых результатах. Так, в последнем отчетном квартале выручка выросла на 9% г/г до 214 млрд руб., а показатель OIBDA — на 16% г/г до 85 млрд руб., при этом рентабельность по нему увеличилась на 2,5 п. п. в годовом сопоставлении до 39,6%. Чистая прибыль составила 66,9 млрд руб. Чистый долг на конец 2К26 был равен 474 млрд руб., что эквивалентно 1,6 OIBDA за последние 12 месяцев (на уровне конца 1К26). Чистая прибыль, отразившая единовременный эффект от продажи доли в компании, управляющей башенной инфраструктурой, также оказалась выше наших оценок. Выручка в сегменте телекоммуникаций поднялась на 12% г/г до 137 млрд руб., а в сегменте рекламных технологий — на 16% г/г до 19 млрд руб. Выручка финтеха, однако, снизилась на 6% г/г до 40,5 млрд руб., в то время как продажи мобильных телефонов увеличились на 32% г/г до 14 млрд руб.

Рынок пока скептически относится к новой дивидендной политике МТС. В середине сентября компания представила дивидендную политику на 2027–2028 гг. Она предусматривает возврат акционерам до 20% годового показателя OIBDA, но не менее 70 млрд руб. в течение календарного года. Выплачивать дивиденды планируется три раза в год. На них придется, как заявляется, порядка 70% всего возврата капитала, остальное — за счет выкупа эмитентом собственных акций, при этом структура акционерного капитала в процессе выкупа не должна меняться, то есть у АФК Система акции будут приобретаться пропорционально. Это означает, что годовые дивиденды в ближайшие годы снизятся с 35 руб. до 24,5–26,7 руб. на акцию. По сегодняшним котировкам это дает ~14% дивидендной доходности. С учетом выкупа ценных бумаг общая сумма возврата средств акционерам останется приблизительно такой же, а в перспективе (в отличие от того, как было предусмотрено в предыдущей политике) будет расти. Переход на выплаты по несколько раз в год мы считаем позитивным для бумаги фактором. Отметим, что при фундаментальной недооценке акций выкуп предполагает дополнительное создание акционерной стоимости, но первоначальная реакция рынка на изменения оказалась негативной, создавая возможности для спекулятивных покупок.

Ростелеком: динамика соответствует целям новой стратегии. По итогам 2К26 выручка Ростелекома увеличилась на 11% г/г до 227 млрд руб., показатель OIBDA — на 9% г/г до 87 млрд руб. при рентабельности в 38,6%, что на 1,0 п. п. ниже, чем в 2К25. Чистая прибыль составила 6,6 млрд руб. Чистый долг, включая лизинговые обязательства, на конец квартала был равен 732 млрд руб., а его отношение к OIBDA за последние 12 месяцев — 2,1 (1,6 без учета лизинговых обязательств), как и на конец 1К26. Рост выручки обеспечили сегменты цифровых услуг (+18% г/г до 53 млрд руб.), мобильной связи (+10% г/г до 77 млрд руб.) и фиксированного широкополосного доступа (+15% г/г до 33 млрд руб.). Результаты в целом соответствуют новой среднесрочной стратегии, представленной в мае и нацеленной на увеличение доли цифровых услуг в выручке до 40% к 2030 г. при среднегодовом объеме продаж не менее 1 трлн руб. и рентабельности по OIBDA на уровне 37–38% в 2026–2030 гг.

Оценка стоимости: рейтинг «Покупать» подтверждается. В моделях по Ростелекому и МТС теперь используем безрисковую ставку в 16% и премию за риск инвестирования в акции в 8%. С учетом этого и последних макроэкономических прогнозов, свежих корпоративных новостей и данных отчетности мы присвоили бумагам следующие целевые цены на конец 2027 г.: обыкновенным и привилегированным акциям Ростелекома — 87,5 руб/штуку, бумагам МТС — 270 руб. за штуку. С учетом ожидаемой дивдоходности в 14% в случае МТС, 12% — по обыкновенным акциям Ростелекома и 12% — по «префам», подтверждаем рейтинг «Покупать» во всех трех случаях.

РОСТЕЛЕКОМ: РОСТ ВЫРУЧКИ ПО СЕГМЕНТАМ ЗА 2К26



Источники: данные компании, Банк Синара

МТС: СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ* В 2К26, МЛРД РУБ.



** До элиминаций.*
Источники: данные компании, Банк Синара

Константин Белов
Старший аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

МТС (270 руб/акцию, «Покупать»). Благодаря огромной базе абонентов показатели EBITDA остаются высокими, что позволяет ведущему российскому оператору мобильной связи генерировать солидные денежные потоки. Новая дивидендная политика предполагает по-прежнему высокий объем возвращаемых акционерам средств, но при этом часть будет поступать в виде выкупа акций, а минимум 70% будут выплачиваться в форме дивидендов. Активное развитие экосистемы и направления финтеха обеспечивает дополнительные доходы и закладывает основу долгосрочного роста, однако изменение структуры выручки ведет к некоторому ухудшению показателей рентабельности. Отдельные «дочки», такие как Юрент или МТС Рекламные технологии, могут при условии стабилизации ситуации выйти на биржу, что повысило бы оценку материнской компании.

Ростелеком (87,5 руб/ао и ап, «Покупать»). Поставщик широкого спектра услуг связи, участвует в ряде госпрограмм цифровизации. Помимо традиционной телефонии, развивает новые сегменты, включая облачные технологии, дата-центры, кибербезопасность. Можно утверждать, что IPO «дочек», занятых в данных областях (например, РТК-ЦОД), повлечет за собой, при условии общего улучшения среды, рыночную переоценку Ростелекома в целом. При текущих котировках дивидендная политика предполагает сравнительно скромную дивдоходность в 5%, но новая стратегия компании предусматривает удвоение совокупного объема дивидендных выплат за следующие пять лет.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Бумага	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		OIBDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
МТС	Покупать	Покупать	280	270	901	901	317	317	65	78	14%	11%
Ростелеком	Покупать	Покупать	94	87,5	977	977	368	367	43	33	12%	12%
Ростелеком (ап)	Покупать	Покупать	94	87,5							12%	12%

Источник: Банк Синара

КОМПАНИИ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

Последние кварталы ситуация в секторе характеризовалась замедлением органического роста выручки и прежним давлением на рентабельность: зарплаты все так же увеличиваются быстрее, чем цены на полках магазинов, хотя темп и снизился. Тем не менее мы, как и раньше, позитивно смотрим на ведущие компании в секторе, где котировки значительно отставали от рынка в последний месяц. Нашими фаворитами остаются Корпоративный центр ИКС 5 и Лента. Эти компании, с их относительно низкой долговой нагрузкой и преимуществами за счет масштаба, используют нынешнюю ситуацию для увеличения доли рынка. Как и прежде, видим определенные возможности в бумагах нишевых игроков — Хэндерсон Фэшн Групп, ВИ.ру и НоваБев Групп. Операционные показатели Фикс Прайса улучшились в 2К26, но бумага также остается недооцененной. В то же время высокая долговая нагрузка и низкая рентабельность Магнита предполагают ограниченный потенциал роста акций, а финансовое положение М.видео все так же плачевно.

Катализаторы: консолидация рынка; концентрация на эффективности.

Риски: инфляция; рост затрат на оплату труда; конкуренция со стороны онлайн-ретейла; риски, связанные с логистикой.

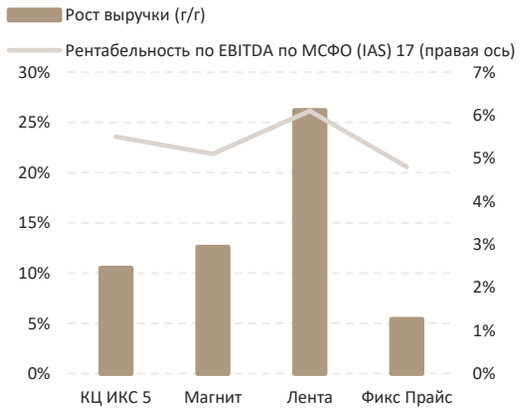
Корпоративный центр ИКС 5 — лидер рынка, но рост замедляется. Структура бизнеса лидера российского рынка отличается большой долей форматов, ориентированных на нижний ценовой сегмент, что соответствует сегодняшним требованиям. Вместе с тем отмечаем замедление роста выручки (до 11% г/г в 1П26), которое означает, что менеджмент может уменьшить свой прогноз на год (рост на 12–15%). Нашу собственную оценку мы незначительно снижаем до 12%. Рентабельность по-прежнему под давлением, хотя несколько улучшилась в 2К26 по сравнению с 1К26 (с 5,2% до 6,0% на уровне EBITDA до применения стандарта МСФО 16). Тем не менее мы считаем готовность компании инвестировать в развитие стратегически оправданной. Динамика во второй половине года определит размер следующей дивидендной выплаты, которая должна поступить в конце этого или начале следующего года и которую мы оцениваем сейчас в 200 руб/акцию.

Лента быстро растет, но интеграция активов может влиять на рентабельность. Компания демонстрирует самый высокий темп среди публичных компаний сектора, в первую очередь за счет поглощений (сетей «Монетка», «Реми», «О'КЕЙ», бизнеса OBI в России). В частности, в 2К26 совокупная выручка выросла на 28% г/г до 342 млрд руб., продажи в сопоставимых магазинах — на 6,5% г/г. Показатель EBITDA до применения МСФО 16 повысился на 3% г/г до 23 млрд руб., что соответствует рентабельности на уровне 6,7% — снижение на 1,7 п. п. в годовом сравнении, но улучшение на 1,4 п. п. по сравнению со слабым первым кварталом. Мы считаем, что компания сможет добиться амбициозных целей, поставленных в ее среднесрочной стратегии: ежегодного роста выручки не менее чем на 20% как минимум до 2,2 трлн руб. в 2028 г., рентабельности по EBITDA не ниже 7% до 2028 г. и не ниже 8% — в 2028 г. В текущем году возможно некоторое снижение рентабельности, но интеграция и увеличение операционной эффективности приобретаемых активов в конечном счете должны поддержать прибыль. При этом долговая нагрузка остается умеренной (на конец 2К26 отношение чистого долга к EBITDA составило 1,4), и в перспективе эмитент может начать выплачивать дивиденды.

Можно выделить и ряд нишевых компаний. Результаты Фикс Прайса за 2К26 оказались достаточно сильными: рентабельность значительно улучшилась по сравнению с предыдущим кварталом и оказалась лишь незначительно ниже, чем в 2К25, а рост выручки ускорился по сравнению с 1К26. Компания, с учетом перспективы выплаты неплохих дивидендов, выглядит фундаментально недооцененной. У Магнита по итогам 1П26 сохранилась высокая долговая нагрузка при слабой рентабельности. М.видео остается убыточной с высоким долгом, а трансформация бизнеса пока не приносит результатов. В то же время по-прежнему привлекательны акции компаний НоваБев Групп, Хэндерсон Фэшн Групп и ВИ.ру, обладающих прочными позициями на своих нишевых рынках, чей потенциал пока недостаточно отражен в котировках.

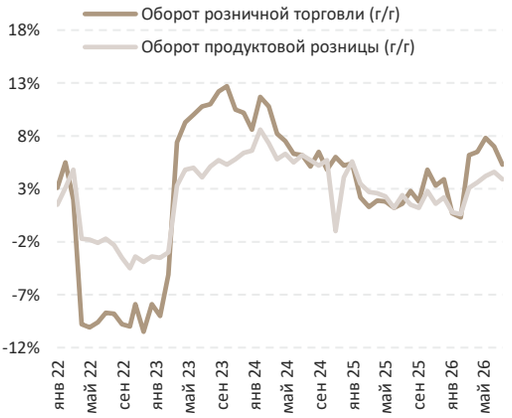
Оценка стоимости: большинство эмитентов недооценены. Модели и целевые цены скорректированы с учетом последних результатов, корпоративных новостей и наших макроэкономических прогнозов, включая более высокие безрисковую ставку и премию за риск инвестирования в акции. Кроме того, мы переходим на расчет целевых цен на конец 2027 г. Исходя из полной, с учетом дивидендов до конца 2027 г., расчетной доходности мы подтверждаем прежние рейтинги по большинству бумаг: «Покупать» — по акциям Корпоративного центра ИКС 5, Ленты, Фикс Прайса, Хэндерсон Фэшн Групп и ВИ.ру, «Продавать» — по бумагам М.видео. В то же время мы понижаем рейтинг по акциям Магнита до «Держать». Отметим также, что рынок сейчас оценивает акции ретейлеров по EV/EBITDA 2026П в диапазоне 2,1–3,8.

ВЫРУЧКА И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ В 1П26



Источники: данные компаний, Банк Синара

ДИНАМИКА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ



Источники: Росстат, Банк Синара

Константин Белов
Старший аналитик

Александр Гайда
Аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

Корпоративный центр ИКС 5 (2700 руб/акцию, «Покупать») — ведущая компания розницы с прочными позициями в сегментах супермаркетов и магазинов «у дома» — много инвестирует в сеть жестких дискаунтеров («Чижик») и в среднесрочной перспективе должна обгонять рынок по росту выручки, но в этом году ожидаем снижения темпа до +12%. Отметим еще лучшие в секторе операционные результаты и хороший баланс. В конце этого года или в начале будущего ожидается выплата промежуточных дивидендов (суммарно доходность около 28%). Повышению котировок могла бы способствовать монетизация казначейского пакета (10%), на которую менеджмент уже получил разрешение. Бумага торгуется по EV/EBITDA 2026П в 2,6 против 3,2 у Магнита и 3,8 у Ленты.

Лента (2260 руб/акцию, «Покупать») благодаря органическому росту и поглощениям показывает самые высокие темпы среди публичных компаний сектора: выручка в 1П26 увеличилась на 26% г/г против +13% и +11% в случае Магнита и Корпоративного центра ИКС 5. Это, на наш взгляд, позволит реализовать амбициозную среднесрочную стратегию, которая ставит целью удвоение выручки и достижение рентабельности по EBITDA как минимум в 8% в 2028 г. Поможет в этом и недавно завершенная покупка сети гипермаркетов «О'КЕЙ», что позволит Ленте укрепить лидерские позиции в сегменте. Одновременно компания стремится диверсифицировать бизнес за счет экспансии в других форматах. Умеренная долговая нагрузка означает возможность начать выплачивать дивиденды в какой-то момент, но пока приоритетом останется расширение. Бумага торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 2026П в 3,8, в то время как Магнит оценивается рынком на уровне 3,2, ИКС 5 — 2,6.

Магнит (1700 руб/акцию, «Держать»), занимающий по выручке вторую строчку в секторе, демонстрирует неплохой рост доходов (+13% г/г в 1П26) и благодаря своим масштабам и оптимальному сочетанию форматов продолжает развиваться быстрее рынка продуктовой розницы. Вместе с тем ретейлер уступает конкурентам по рентабельности (всего 5,1% на уровне EBITDA в 1П26), а качество корпоративного управления вызывает много вопросов: раскрытие информации оставляет желать лучшего, дивиденды не выплачиваются. Большие долги ограничивают возможности для финансирования развития. По EV/EBITDA 2026П (3,2) оценивается дороже ИКС 5.

Фикс Прайс (0,54 руб/акцию, «Покупать») лидирует в сегменте фиксированных цен, объем которого, согласно оценкам, утроится в среднесрочной перспективе. Финансовые результаты 2К26 показали некоторое улучшение по сравнению с откровенно слабым 1К26: рентабельность по EBITDA до применения МСФО 16 составила 6,8%, рост выручки ускорился. В центре внимания рынка останется динамика рентабельности, если учесть, что обычно компания показывала показатели значительно выше средних по отрасли, но с 2025 г. преимущество уменьшилось. При этом устойчивое финансовое положение и долговая нагрузка позволяют выплачивать хорошие дивиденды с доходностью около 28%, а по EV/EBITDA 2026П бумага торгуется на уровне всего 2,1.

М.видео (25 руб/акцию, «Продавать»), ведущая сеть электроники и бытовой техники, сталкивается с усиливающейся конкуренцией со стороны онлайн-ретейла. Компания трансформирует бизнес-модель, развивая собственный маркетплейс, но пока перспективы остаются неясными. В 1П26 компания показала при 38%-ном падении выручки убыток на уровне EBITDA в 15 млрд руб., и мы полагаем, она останется убыточной и по итогам 2026 г. В прошлом году М.видео объявила, что основные акционеры проведут докапитализацию на 30 млрд руб., однако это только незначительно позволит уменьшить долговую нагрузку (на конец 2025 г. чистый долг достигал 147 млрд руб.). При этом утвержденная акционерами допэмиссия акций предполагает размывание долей миноритарных акционеров.

Хэндерсон Фэшн Групп (510 руб/акцию, «Покупать») специализируется на мужской классической одежде и обуви. Результаты 1П26 оказались слабее ожиданий, поэтому в условиях сдержанного рынка ожидаем более умеренную динамику выручки по итогам 2026 г., чем в 2025 г., однако высокая рентабельность бизнеса позволит сохранить привлекательные показатели прибыльности. К сильным сторонам относим узнаваемый бренд, новый распредцентр и низкую долговую нагрузку. Дивдоходность на 12 месяцев вперед оцениваем примерно в 9%; катализаторами видим восстановление продаж и новые дивидендные решения.

НоваБев Групп (490 руб/акцию, «Покупать») остается одним из ведущих игроков рынка крепкого алкоголя, сочетая производство, дистрибуцию и розничную торговлю через сеть «ВинЛаб». Несмотря на охлаждение рынка, увеличение доли премиальных брендов должно поддержать рентабельность. На 2026–2027 гг. мы прогнозируем средний рост выручки на 16% в год, EBITDA — на 17%. Разовые инвестиции в оборотный капитал ограничат дивиденды в текущем году, однако до конца 2027 г. доходность по выплатам, по нашей оценке, составит ~14%.

ВИ.ру (130 руб/акцию, «Покупать») занимает сильные позиции на рынке «сделай сам» (DIY) благодаря широкому ассортименту, развитой логистике и присутствию в сегменте B2B. Несмотря на стагнацию рынка, результаты 1П26 подтвердили устойчивость бизнеса: компания показала двузначный рост выручки и EBITDA и сохранила чистую денежную позицию. Коэффициент EV/EBITDA 2026П составляет около 2,3, что предполагает дисконт к сектору. Дивдоходность на 12 месяцев вперед — 11%; катализаторами видим дивидендные выплаты и дальнейшее улучшение рентабельности.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Бумага	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
Магнит	Покупать	Держать	2600	1700	4006	3975	209	199	20,3	0,5	0%	0%
Корпоративный центр ИКС 5	Покупать	Покупать	3500	2700	5322	5154	331	310	113	97	28	28%
Лента	Покупать	Покупать	2480	2260	1348	1351	89,6	82,9	38,0	25,3	0%	0%
М.видео	Продавать	Продавать	34	25	381	289	(4)	(29)	(31)	(50)	0%	0%
Фикс Прайс	Покупать	Покупать	0,67	0,54	346	333	29,1	21,8	17,4	11,5	28	28%
Хэндерсон Фэшн Групп	Покупать	Покупать	660	510	26,4	25,6	8,7	5,5	2,1	1,9	14%	9%
НоваБев Групп	Покупать	Покупать	530	490	175	175	17,0	16,1	10,3	5,9	14%	9%
ВИ.ру	Покупать	Покупать	115	130	186	194	12,0	13,1	4,3	4,9	11%	11%

Источник: Банк Синара

ГЕНЕРИРУЮЩИЕ КОМПАНИИ

Ценовое ралли закончилось, но инвестиционный цикл — нет. На смену зафиксированному в январе — апреле росту цен в годовом сравнении в конце лета пришел полноценный разворот. В европейской части и на Урале (первой ценовой зоне, ЦЗ-1) э/энергия с поставкой через сутки подешевела на 7,9% г/г, а в большей части Сибири (второй ценовой зоне, ЦЗ-2) — на 35,7%. В то же время газ подорожал более чем на 20%, а с 1 октября его проиндексируют еще на 9,6%. Спред между ценами на рынке на сутки вперед (РСВ) и стоимостью топлива в сегменте тепловой генерации стал отрицательным, а выработка ТЭС уменьшается. При этом сметы инвестпроектов не сокращаются, что в совокупности побуждает нас снизить прогнозы по денежным потокам в секторе и целевые цены по большинству эмитентов, оставив в силе текущие рейтинги. В условиях слабой динамики рыночной цены регулируемая оплата мощности становится более важным источником выручки. Выигрывают компании, у которых она привязана к мощности и либерализации (РусГидро), а проигрывают — операторы газовых ТЭС. Бумаги Интер РАО остаются привлекательными в среднесрочной перспективе в случае выхода на положительный СДП, на данный момент финансовые показатели компании не лучшие.

Катализаторы: отбор проектов модернизации ТЭС (в рамках КОММод) и пересмотр его параметров в ноябре; благоприятный прогноз Совета рынка на 2027 г.; актуализация генеральной схемы размещения объектов э/энергетики; хорошие результаты за 9М26.

Риски: удорожание инвестпрограмм; слабый спрос при высокой ключевой ставке; регуляторное сдерживание цен РСВ; перенос сроков проектов.

Э/энергия и капзатраты: цены развернулись вниз, сметы растут. За 7М26 выработка ТЭС снизилась на 2,7% г/г (в июле — на 12,8%) при росте генерации ГЭС на 7,6% и нулевой динамике потребления. Цены тоже уменьшились: в августе средневзвешенная цена РСВ упала на 7,9% г/г в ЦЗ-1 и на 35,7% в ЦЗ-2 при подорожании газа более чем на 20%. Таким образом, рынок э/энергии перестал покрывать топливные затраты ТЭС. В то же время дорожает инвестиционный цикл: смета Новоленской ТЭС поднялась почти на 30% до 337,7 млрд руб., а на последнем отборе КОММод при квоте в 5 ГВт отобрано лишь около 1 ГВт. Ожидаем, что предстоящая актуализация генсхемы-2042 перенесет риск с рынка на регулятора: доля выручки по контрактам с гарантированной доходностью увеличится, и определяющей для оценки станет не величина вводов, а норма доходности по ним.

РусГидро: наиболее защищена на слабом рынке. Гидрогенерация в 2026 г. получает и объем, и цену, причем без топливных затрат: за 1П26 показатель EBITDA повысился на 52,4% до 149,9 млрд руб., чистая прибыль удвоилась до 60,1 млрд руб., рентабельность в сегменте генерации составила около 80%. Драйверы на ближайшие кварталы устойчивы: высокая водность, рост выработки ГЭС в ЦЗ-2 и увеличение доли свободной продажи э/энергии ГЭС Дальнего Востока с 22% в 2026 г. до ожидаемых 40% в 2027 г. — фактор структурный, а не погодный. Наряду с этим при снижении спроса на э/энергию конкурентный отбор мощности дает ГЭС преимущество перед ТЭС. РусГидро — наш выбор на ближайший квартал.

Интер РАО: неблагоприятный расклад сейчас, но сохранение среднесрочной привлекательности. Ждем очередных слабых квартальных результатов из-за тройного давления: отрицательный спред между ценами РСВ и стоимостью газа, падение процентных доходов по мере снижения «ключа» и рост капзатрат (+46,9% г/г в 1П26). Поддержку оказывает регулятор, в том числе это индексация цены мощности на 15%, вводы КОММод в 2027–2028 гг. и гарантированная доходность в 13,25% по Новоленской ТЭС. Считаем, что показатели лишь временно ухудшились.

Оценка стоимости: рейтинг «Покупать» по всем, кроме Мосэнерго, снижение целевых цен везде, кроме РусГидро. Сектор торгуется с существенным дисконтом к рынку. Увеличиваем целевую цену по акциям РусГидро до 0,70 руб. за штуку, отражая повышение оценок выработки и рентабельности, понижаем — по бумагам Интер РАО (до 4,65 руб.) и, в свете новых прогнозов по ОК РУСАЛ и слабой цены РСВ в ЦЗ-2, по ЭН+ ГРУП (до 611 руб.). Уменьшаем также целевую цену по Юнипро до 2,00 руб. на более высокой ставке дисконтирования и менее прозрачном раскрытии отчетности. Кроме того, на фоне роста топливных затрат немного снижаем целевую цену по Мосэнерго — до 1,54 руб. за акцию.

ЦЕНЫ НА Э/ЭНЕРГИЮ РАЗВЕРНУЛИСЬ ВНИЗ: ЦЗ-1 И СИБИРЬ В МИНУСЕ (Г/Г)



Источники: АТС, Банк Синара

Денис Степанов
Аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

Интер РАО (4,65 руб/акцию, «Покупать») находится в не лучшем положении: рентабельность под давлением увеличившихся операционных расходов, рост выручки ожидаемо замедлился в преддверии ввода в эксплуатацию ряда значимых мощностей. Тренд на снижение процентных доходов и повышение капзатрат вызвал в 1П26 падение EBITDA на 4,3% г/г, а чистой прибыли — на 17,2% г/г. Акции компании по-прежнему привлекательны в среднесрочной перспективе: 5,3 ГВт введено по программе КОММод и еще около 5,6 ГВт ожидается до 2031 г., с основными вводами на рубеже 2027–2028 гг., а инвестиции в Новоленскую ТЭС возвращаются по гарантированной ставке 13,25% годовых.

РусГидро (0,70 руб/акцию, «Покупать») получает сейчас наиболее благоприятный операционный импульс в сегменте генерации: в 1П26 показатель EBITDA прибавил 52,4% г/г, чистая прибыль почти удвоилась, а рентабельность генерации достигла 80% на фоне высокой водности и роста доли свободной продажи выработки ГЭС на Дальнем Востоке. При этом структурные проблемы сохраняются: отношение чистого долга к EBITDA составляет высокие 3,0, капвложения на 2026–2030 гг. — около 1 трлн руб. при моратории на дивиденды до 2030 г.

Юнипро (2,00 руб/акцию, «Покупать») остается де-юре под контролем немецкой Uniper. Де-факто компанией управляет Росимущество, и пока не разрешится ситуация с контролирующим акционером, выплата дивидендов вряд ли возобновится, несмотря на недавний пересмотр дивидендной политики. Дисконт увеличивается из-за нераскрытой отчетности за 1П26 по МСФО, что создает предпосылки для постановки рейтинга по бумаге на пересмотр. При этом компания остается одним из лидеров модернизации при общем объеме проектов, отобранных по программе КОММод на 2022–2031 гг., в 5,8 ГВт.

Мосэнерго (1,54 руб/акцию, «Держать») — заложник топливной инфляции: в 1П26 выручка выросла на 25,1% г/г, но затраты на топливо прибавили 31,4% г/г. Показатель EBITDA в результате снизился на 5% г/г, а чистая прибыль — на 18,7% г/г. В 4К26 наступит отопительный сезон, что благоприятно для выручки, но, полагаем, динамика прибыли окажется не лучшей из-за высокой базы 4К25. Поддержку показателям оказывают минимальный долг и гарантированность и предсказуемость объемов продаж тепла.

ЭН+ ГРУП (611 руб/акцию, «Покупать») оценивается существенно ниже суммы составляющих (металлургического и энергетического сегментов). Рост выработки Ангарского каскада частично обесценивается провалом цен РСВ в Сибири (-35,7% г/г в августе). ОК РУСАЛ — ключевой актив, крайне чувствительный к курсу USD/RUB и мировым ценам на сырьевые товары. При рейтинге «Держать» по акциям РУСАЛ мы снижаем целевую цену по ЭН+ ГРУП, но по-прежнему позитивно оцениваем акции в силу более чем 30%-го дисконта к сумме частей, а также сглаживающего эффекта на выручку от гидроэнергетики даже при повышенной волатильности цен на РСВ.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Компания	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
Интер РАО	Покупать	Покупать	5,8	4,65	2025	2025	187	187	109	109	10,8%	10,8%
РусГидро	Покупать	Покупать	0,65	0,70	738	738	243	248	75	75	0,0%	0,0%
Юнипро	Покупать	Покупать	2,4	2,00	148	146	49	58	36	43	0,0%	0,0%
Мосэнерго	Держать	Держать	1,59	1,54	308	308	26	26	6	6	5,9%	5,9%
ЭН+ ГРУП	Покупать	Покупать	710	611	1446	1761	287	377	186	123	0,0%	0,0%

Источник: Банк Синара

ЭЛЕКТРОСЕТЕВЫЕ КОМПАНИИ

Сетевые компании входят в 4К26 с индексацией тарифов 1 октября на уровне 15,2% для территориальных сетевых организаций (ТСО) и 16% — для Единой национальной электрической сети (ЕНЭС), последующая индексация — почти на столько же в июле 2027 г. В результате повышение тарифов в секторе произойдет дважды на коротком отрезке времени. Мы предпочитаем Россети Московский регион как эмитента с сильным структурным спросом на фоне строительного цикла в столичном регионе, роста потребления со стороны ЦОД, а также увеличения доли электромобилей. Основные риски — навес предстоящих капитальных затрат и риск конвертации доходов от повышения тарифов в инвестпрограмму, а не в дивиденды.

Катализаторы: индексация тарифов 1 октября; приказы ФАС России и утверждение инвестпрограмм в ноябре — декабре; снижение «ключа».

Риски: перенаправление средств от тарифной индексации на инвестиции вместо дивидендов; корректировка решений по тарифам вниз.

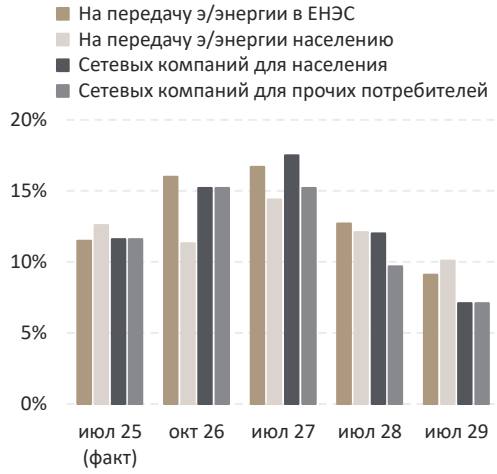
Тарифы: «двойной» 2027 г. Траектория тарифов Минэкономразвития для сетевых компаний — 15,2% для ТСО и 16,0% для ЕНЭС с 1 октября 2026 г., 13,0–15,3% и 14,7% с 1 июля 2027 г. В 4К26 отразится, соответственно, лишь четверть годового эффекта от октябрьского повышения, зато в 2027 г. среднегодовой рост тарифной выручки окажется выше каждой из индексаций по отдельности. Мы считаем, что 2027 г. станет сильным годом для дочерних компаний Россетей и в частности Россетей Московский регион. Однако на горизонте двух лет возрастает риск, связанный с тем, что тарифы ЕНЭС повышаются быстрее тарифов ТСО. В таком случае рост ключевой статьи затрат «дочек» (оплаты услуг ЕНЭС) начнет опережать их выручку, а сохранить рентабельность позволит переход на эталонный принцип расходов.

Спрос: слабая промышленность при быстро прибавляющей нагрузке ЦОД. При нулевом росте потребления в целом по ЕЭС сетевой сегмент опирается на внутренний спрос, увеличивающийся быстрее рынка: столичный стройцикл, технологическое присоединение, инфраструктурные проекты и Дальний Восток (+4,3% г/г за 8М26). При этом подключенная мощность ЦОД и майнинга достигла 4,2 ГВт, а доля дата-центров в потреблении поднялась с 1,4% в 2022 г. до 2,2% в 2025 г. и, по оценке Системного оператора, достигнет 2,4% в 2026 г. Вводы, впрочем, замедлились из-за ограничений на присоединение в Москве и Подмосковье, поэтому обсуждается размещение ЦОД в регионах со свободной мощностью. Считаем дата-центры среднесрочным драйвером тарифной базы, а не фактором на ближайшие кварталы.

Капитальные затраты и корпоративный риск: тариф может уйти в стройку. Инвестпрограмма Россетей на 2026 г. увеличена до 857–900 млрд руб. против 725 млрд руб. в 2025 г., а генсхема предполагает 17 трлн руб. вложений в сети. Финансируется это за счет государственного капитала и нераспределенной прибыли: Россети отказались от дивидендов за 2025 г. и проводят допэмиссию на 450 млрд руб. в пользу Росимущества. Не снят и риск, что госкомпании законодательно обяжут направлять дивиденды на инвестиции, — фактические выплаты «дочек» с высокими капитальными затратами составляют 20–30%, а не номинальные 50%, и параметр дивидендов в утверждаемых в ноябре — декабре инвестпрограммах — главный катализатор по каждой бумаге.

Оценка стоимости: подтверждаем рейтинг «Покупать» в обоих случаях. Эффект от повышения тарифа уже виден в отчетности: у Россетей Московский регион выручка в 1П26 выросла на 22,2% г/г, чистая прибыль по МСФО — на 46,5% г/г до 24,8 млрд руб.; у Россетей Центр выручка по РСБУ прибавила 14,1% г/г, чистая прибыль — 68,7% г/г, составив 7,9 млрд руб. Наложение октябрьской индексации и июльской будущего года при спросе со стороны столичной стройки будет благоприятным для Россетей Московский регион, а у Россетей Центр мы ждем сильного года при повышенном риске направления дивидендов на инвестпрограмму. Целевую цену по акциям Россетей Московский регион немного снижаем, до 2,07 руб/акцию в связи с более высокой ставкой дисконтирования. По бумагам Россетей Центр также уменьшаем целевую цену, до 1,15 руб/акцию; дивдоходность на 12 месяцев вперед составляет 15,1% и 14,9% соответственно.

ПРОГНОЗ ИНДЕКСАЦИИ ТАРИФОВ СЕТЕВЫХ КОМПАНИЙ ПО КАТЕГОРИЯМ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ



Источники: Минэкономразвития России, Банк Синара

Денис Степанов
Аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

Россети Московский регион (2,07 руб/акцию, «Покупать») — лучшая операционная динамика в сегменте: выручка в 1П26 выросла на 22,2% г/г до 159 млрд руб., чистая прибыль по МСФО — на 46,5% г/г до 24,8 млрд руб. Наложение октябрьской индексации и июльской будущего года вместе со столичным стройциклом и существенным объемом технологического присоединения благоприятно для результатов в ближайшие кварталы. Вместе с тем бумага уже существенно выросла в цене, а риск решения о направлении прибыли на инвестиции, а не дивиденды, ограничивает потенциал переоценки.

Россети Центр (1,15 руб/акцию, «Покупать») — сильная операционная динамика при возросшем риске направления дивидендов на инвестпрограмму: в 1П26 выручка по МСФО выросла на 13,5% г/г, чистая прибыль — на 58,3% г/г до 8,5 млрд руб., и мы по-прежнему ожидаем сильных результатов за 2026 г. При этом выплата за 2025 г. в размере 0,0385 руб/акцию подорвала доверие к планам по капвложениям, поэтому наш прогноз дивидендов за 2026 г. (0,106 руб/акцию) сопряжен с повышенным риском.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Компания	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
Россети Московский регион	Покупать	Покупать	2,12	2,07	321	321	121	121	54	54	15,2%	15,2%
Россети Центр	Покупать	Покупать	1,40	1,15	177	177	51	51	18	18	14,9%	14,9%

Источник: Банк Синара

ТРАНСПОРТНЫЕ КОМПАНИИ

В 2П26 ожидаем улучшения результатов большинства транспортных компаний. Совкомфлот продолжит выигрывать от высокой загрузки флота и ставок фрахта, а восстановление контейнерных ставок будет благоприятным для ДВМП после слабого первого полугодия. ВУШ Холдинг в первую очередь получит выгоду от высокого сезона и роста эффективности. Результаты Аэрофлота и НМТП останутся устойчивыми, тогда как восстановление Каршеринг Руссии представляется постепенным из-за высокой долговой нагрузки. Хотя фундаментальные перспективы различаются, коррекция котировок сформировала во всех бумагах достаточный потенциал роста, поэтому присваиваем каждой рейтинг «Покупать».

Катализаторы: повышение ставок фрахта нефтяных танкеров; быстрое восстановление контейнерных ставок; рост доходных ставок в авиации; высокий сезон и увеличение эффективности сервисов мобильности; снижение процентных ставок; выплата дивидендов.

Риски: снижение ставок танкерного фрахта; медленное восстановление контейнерного рынка; дефицит провозных мощностей; рост операционных и процентных расходов; санкции и перебои в работе цифровых сервисов.

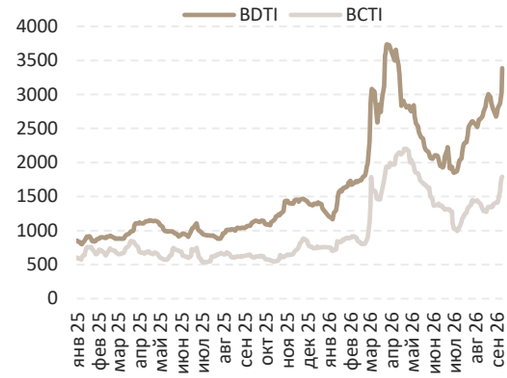
Совкомфлот: контракты обеспечивают устойчивость, фрахт – рост. В 2К26 выручка на основе тайм-чартерного эквивалента выросла на 66% г/г до $463 млн, а EBITDA удвоилась до $320 млн благодаря долгосрочным контрактам и танкерному сегменту. В 2П26 ожидаем EBITDA около $560 млн, немного выше результата первого полугодия, а по итогам года – $1,11 млрд. Новые суда индустриального флота и сезонный спрос перед зимой – позитивные для результатов факторы. Долгосрочные контракты должны приносить около $1 млрд выручки ежегодно в 2026–2028 гг., снижая зависимость от спотового рынка. Прогнозируем дивиденды около 8,6 руб. на акцию, тогда как оценка в 3,3 по EV/EBITDA остается ниже среднего исторического уровня.

Аэрофлот: высокий сезон благоприятен для выручки, но затраты ограничат рентабельность. Несмотря на отсутствие роста пассажиропотока в годовом сопоставлении в июле и снижение в августе, занятость кресел превышала 92%, а доходные ставки в июле поднялись примерно на 6% г/г. Благодаря высокому сезону и росту топливного демпфера в 2П26 ожидаем скорректированную EBITDA около 103 млрд руб. против 83 млрд руб. в первом полугодии. По итогам года показатель должен снизиться на 27% до 186 млрд руб., поскольку расходы на обслуживание флота и персонал увеличиваются быстрее выручки. Перенос поставок первых МС-21 на конец 2027 г. ограничивает расширение бизнеса, поэтому до начала обновления парка результаты будут зависеть прежде всего от тарифов и оптимизации затрат.

ДВМП: ставки уже развернулись, финансовый эффект проявится в 2П26. В 2025 г. объем контейнерных перевозок в России сократился на 5% г/г, в том числе импортных – на 10% г/г. При этом провозные мощности, расширение которых началось в период более высокого спроса, продолжили расти. Возникший дисбаланс усилил конкуренцию, поэтому ставки оставались под давлением и в начале 2026 г. Соответственно, увеличение контейнерооборота ВМТП, ключевого портового актива группы, на 10% и интермодальных перевозок на 6% не обеспечило рост прибыли: EBITDA в 1П26 снизилась на 34% до 13,1 млрд руб., а рентабельность – с 23% до 14%. С весны ситуация улучшилась: импорт за 8М26 прибавил 16% г/г, а сезонный спрос и ограниченное предложение платформ стали подспорьем для ставок. В 2П26 при росте средней выручки линейного сегмента на TEU на 5% г/г с $2,60 тыс. в 2П25 до $2,73 тыс. и объемов – на 6% г/г ожидаем EBITDA на уровне 17,4 млрд руб. (+33% относительно 13,1 млрд руб. в 1П26 и более чем вдвое выше 8,0 млрд руб. в 2П25) при рентабельности около 19%.

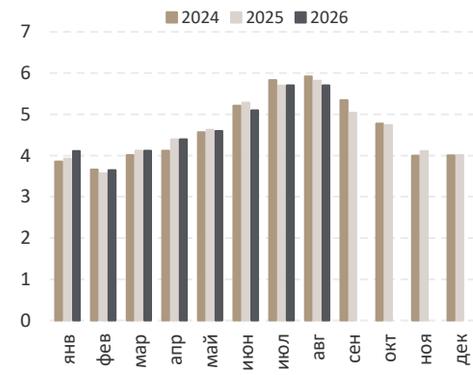
Оценка стоимости: рейтинг «Покупать» по всем бумагам сектора. Мы учли результаты за 1П26, последние корпоративные события и новые макроэкономические предпосылки, перенесли горизонт оценки на конец 2027 г., повысили безрисковую ставку с 15% до 16%, а премию за риск инвестирования в акции — с 7% до 8%. Целевые цены составляют 126 руб. за акцию по бумагам Совкомфлота, 80 руб. — ДВМП, 41 руб. — Аэрофлота, 103 руб. — ВУШ Холдинга, 8,6 руб. — НМТП и 64 руб. — Каршеринг Руссии.

ИНДЕКСЫ СТАВОК ФРАХТА НЕФТЯНЫХ ТАНКЕРОВ



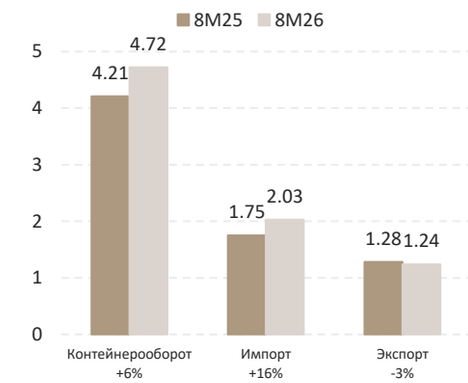
Источники: Bloomberg, Банк Синара

АЭРОФЛОТ: ПАССАЖИРОПОТОК ОГРАНИЧЕН ДЕФИЦИТОМ ПРОВОЗНЫХ МОЩНОСТЕЙ, МЛН ПАСС.



Источники: данные компании, Банк Синара

КОНТЕЙНЕРНЫЕ ПЕРЕВОЗКИ В РОССИИ, МЛН TEU



Источники: ДВМП, Банк Синара

Георгий Горбунов
Аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

Совкомфлот (126 руб/акцию, «Покупать»). Высокие ставки и загрузка флота позволяют ожидать EBITDA около $560 млн в 2П26 и $1,11 млрд – по итогам года. Долгосрочные контракты, обеспечивающие около $1 млрд ежегодной выручки в 2026–2028 гг., снижают зависимость от спотового рынка. При выплате 50% чистой прибыли дивиденды могут составить 8,6 руб. на акцию с доходностью около 11%, но их размер будет зависеть от планов по расширению флота.

Аэрофлот (41 руб/акцию, «Покупать»). Загрузка кресел более 90% и рост международных перевозок способствуют повышению пассажирооборота и доходов группы. Благодаря высокому сезону, увеличению доходных ставок и оптимизации затрат EBITDA в 2П26 должна подняться до 103 млрд руб. против 83 млрд руб. в первом полугодии. Быстрого восстановления рентабельности в 2027 г. не ожидаем: поставки МС-21 перенесены на конец года, поэтому результаты будут зависеть прежде всего от соотношения индексации тарифов и роста расходов.

ДВМП (80 руб/акцию, «Покупать»). Повышение ставок с весны должно отразиться в отчетности по мере пересмотра контрактов. В 2П26 рост выручки на контейнер на 5% г/г и объемов перевозок на 6% г/г позволит увеличить EBITDA до 17,4 млрд руб. против 8,0 млрд руб. годом ранее, а рентабельность – примерно с 10% до 19%. Дальнейшую динамику предопределит то, насколько стабильно будут восстанавливаться ставки.

НМТП (8,6 руб/акцию, «Покупать»). Несмотря на повышение капзатрат, компания сохраняет устойчивость: операционный денежный поток в 1П26 составил 16,6 млрд руб., а чистая денежная позиция – 9,4 млрд руб. За 2026 г. ожидаем дивиденды в 1,05 руб. на акцию – на 8% меньше выплаты за 2025 г., но с доходностью около 15%. Продажа 20%-ного госпакета стратегическому инвестору способна снизить риск появления крупного предложения акций на рынке.

ВУШ Холдинг (103 руб/акцию, «Покупать»). В 1П26 показатель EBITDA вырос на 43% г/г, а рентабельность – с 18,7% годом ранее до 25,8% благодаря оптимизации размещения и обслуживания парка, зарядной инфраструктуры и общехозяйственных расходов. В Латинской Америке количество поездок увеличилось на 23% г/г, а парк самокатов — более чем вдвое. Высокий сезон в 3К26 придаст импульс годовым результатам, а уменьшение коэффициента чистый долг / EBITDA до уровня ниже 3 станет условием переоценки акций.

Каршеринг Руссия (64 руб/акцию, «Покупать»). В 2К26 количество проданных минут выросло на 16% г/г, но выручка на минуту снизилась на 19%, что привело к сокращению выручки и скорректированной EBITDA. Затраты на ремонт и обслуживание в расчете на минуту уменьшились на 33%. Главным риском остается высокая долговая нагрузка: отношение чистого долга к EBITDA за последние 12 месяцев достигло 5,8. Полагаем, результаты смогут улучшиться за счет восстановления монетизации, оптимизации затрат и снижения ставок.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Компания	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
Совкомфлот	Покупать	Покупать	126	126	135	135	90	90	42	42	11%	11%
Аэрофлот	Держать	Покупать	40	41	930	930	186	186	21	21	5,3%	5,3%
ДВМП	Покупать	Покупать	75	80	191	185	36	31	14	6	0%	0%
НМТП	Покупать	Покупать	8,7	8,6	84	80	56	52	41	41	15%	15%
ВУШ Холдинг	Покупать	Покупать	100	103	14	14	4	4	-1	-2	0%	0%
Каршеринг Руссия	Покупать	Покупать	56	64	30	30	6	6	-2	-2	0%	0%

Источник: Банк Синара

СТРОИТЕЛЬНЫЕ КОМПАНИИ

Объем строительства остается значительным, однако спрос сдерживается высокими ставками по кредитам. Учитывая представленные эмитентами слабые результаты за 1П26, мы скорректировали вниз прогнозы финансовых показателей, повысив к тому же входящие макроэкономические параметры в моделях: безрисковую ставку — до 16%, а премию за риск инвестирования в акции — до 8%. Восстановление рынка, по-видимому, затягивается, так как Банк России сделал паузу в смягчении ДКП и сохраняет пока ключевую ставку на уровне 14%. Как бы то ни было, по сильно перепроданным бумагам застройщиков оставляем в силе рейтинги «Покупать», хотя целевую цену в случае ГК Самолет снизили до 510 руб. за акцию, по бумагам Группы ЛСР — до 660 руб., Эталон Груп — до 50 руб. Основные риски представляют, на наш взгляд, рост стоимости финансирования, сокращение продаж и ужесточение условий по программам ипотечного кредитования. Отдельно отметим риск допэмиссии и делистинга акций ГК Самолет на фоне негативных новостей о ее финансовом положении.

Катализаторы: смягчение ДКП; меры господдержки.

Риски: ухудшение макроэкономических условий; падение спроса; сокращение льготных программ кредитования; геополитика.

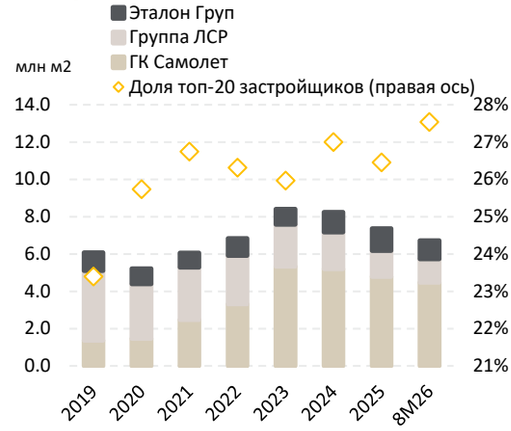
Большой объем предложения, но спрос не растет. По данным ЕРЗ, на конец августа текущее строительство достигло 129 млн м2, увеличившись на 3,4% к августу 2025 г. и на 6,3% — к началу 2026 г. В эксплуатацию за 8М26 введено 21,9 млн м2 жилья в МКД (+8% г/г). Тем не менее спрос остается слабым. За январь — август застройщики реализовали 14,6 млн м2 жилья, что лишь на 2% превышает результат прошлого года. Более того, в июле продажи упали 6% г/г, в августе — на 16%. Объем поступлений застройщикам в августе уменьшился на 17% до 357 млрд руб., за 8М26 составил 3 трлн руб. (+6% г/г). Цены все еще растут умеренными темпами: на первичном рынке они за июль в среднем увеличились на 0,64%, за август — на 0,55%, с начала года — на ~4,9%, немного обогнав потребительскую инфляцию (4,7%). В годовом сопоставлении прирост в августе составил 10,7%, не компенсировав сокращение продаж в метрах.

Темп снижения ставки не помогает застройщикам. Учитывая как уменьшение ключевой ставки всего на 0,25 п. п. за квартал, так и по-прежнему высокие инфляционные риски, влияющие на решения регулятора, мы не ожидаем до конца года заметного улучшения спроса на жилье. Доступность ипотеки при этом ограничивается дорогими кредитами: на новостройки средневзвешенная ставка с конца июня держится на 18,7%. Одновременно снижение покрытия проектного финансирования средствами на эскроу-счетах вряд ли, по нашему мнению, позволит застройщикам сократить их большие финансовые расходы. Движущей силой ипотеки остаются программы господдержки. За 8М26 банки выдали 663 тысячи ипотечных кредитов на 3 трлн руб. на покупку жилья на первичном и вторичном рынке, что на 32% больше, чем годом ранее, при этом ~61% выданных средств пришлось на субсидируемые программы. Минфин утвердил новые условия семейной ипотеки, которые вступят в силу с 1 октября: в зависимости от региона и числа детей дифференцируются ставки (от 2% до 12%) и максимальный размер кредита, а субсидирование ограничится сроком в 15 лет. В сложившихся условиях улучшения долговых метрик застройщиков не ожидаем как минимум до конца 2026 г.

Снижаем прогнозы с учетом итогов 1П26. Оценки застройщиков ухудшились в связи с пересмотром прогнозов по продажам и процентным расходам после публикации отчетности за первое полугодие. Дополнительно мы приняли во внимание тот факт, что Банк России не снизил ключевую ставку на сентябрьском заседании СД. Долговая нагрузка застройщиков не уменьшилась, а процентные расходы не снизились по сравнению с 2П25. В текущих макроэкономических условиях возрастает, как мы считаем, и без того высокий риск стагнации спроса, ввиду чего мы используем более консервативные, чем прежде, прогнозы по продажам. Кроме того, мы подняли безрисковую ставку с 15% до 16%, премию за риск инвестирования в акции — с 7% до 8%, что привело к увеличению WACC.

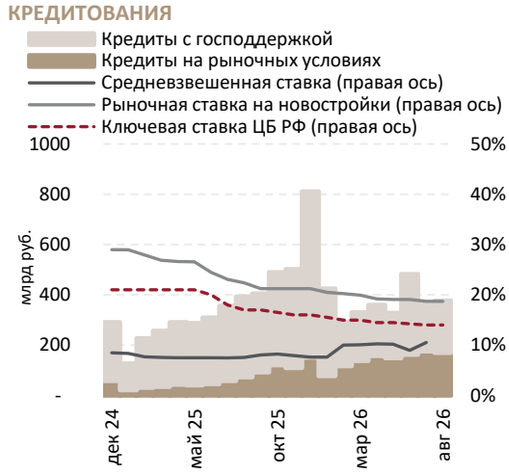
Оценка стоимости: целевые цены снижаются, однако рейтинги «Покупать» остаются. Ввиду значительной долговой нагрузки, слабых результатов за 1П26 и рисков в части спроса целевая цена по акциям ГК Самолет уменьшилась до 510 руб. за штуку, по бумагам Группы ЛСР — до 660 руб., Эталон Груп — до 50 руб. Вместе с тем исходя из потенциала роста по акциям всех эмитентов оставляем рейтинги «Покупать». К сильным сторонам Группы ЛСР мы относим покрытие проектного долга эскроу-счетами (124%) и дивидендные выплаты, Эталон Груп — активность в перспективном премиальном сегменте. Все акции сектора считаем перепроданными, причины чего кроются в большой долговой нагрузке, менее оптимистичных, чем раньше, ожиданиях по ключевой ставке и уже реализующихся рисках ужесточения условий семейной ипотеки. Все это угрожает снижением продаж и удорожанием фондирования. А в конкретном случае ГК Самолет рынок к тому же опасается допэмиссии и делистинга в случае ухудшения финансового положения.

ТЕКУЩЕЕ СТРОИТЕЛЬСТВО ЖИЛЬЯ



Источники: ЕРЗ, Банк Синара

МЕСЯЧНЫЕ ОБЪЕМЫ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ



Источники: Банк России, ДОМ.РФ

Мария Лукина
Старший аналитик

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО КОМПАНИЯМ

ГК Самолет (510 руб/акцию, «Покупать») остается лидером по текущему строительству (4,5 млн м2), но большая часть проектов (36%) реализуется с отставанием от графика. Мы скорректировали прогнозы с учетом слабых результатов за 1П26, заложив на 2026 г. нижнюю границу ориентира группы (700 тыс. м2) и далее ожидая улучшения по мере снижения «ключа». Неопределенность также связана с перспективой пересмотра условий семейной ипотеки. Покрытие проектного долга эскроу-счетами уменьшилось за 1П26 с 59% до 51%, отношение общего чистого долга к EBITDA выросло с 3,6 до 5,1, а чистого долга к скорр. EBITDA — с 3,0 до 3,9. На 2025–2028 гг. прогнозируем снижение выручки и EBITDA в среднем на 10% в год, но и выход в прибыль в 2028 г. В оценку закладываем безрисковую ставку в 16% и премию за риск инвестирования в акции в 8%. Важные риски представляют реструктуризация долга (последствиями стали бы перераспределение денежных потоков, корректировка сроков выплат, изменение структуры управления и пр.), допэмиссия по низкой цене или делистинг.

Группа ЛСР (660 руб/акцию, «Покупать») занимает 12-е место по текущему строительству (1,3 млн м2), с отставанием реализует лишь 2% проектов. EBITDA и скорректированная чистая прибыль за 1П26 оказались хуже ожиданий из-за снижения рентабельности по валовой прибыли и роста как операционных, так и процентных затрат. При сокращении проектного финансирования увеличился более дорогой корпоративный долг. Отношение общего чистого долга к EBITDA выросло до 2,8, коэффициент покрытия проектного финансирования эскроу-счетами составил 124% — и это все еще максимальные среди публичных застройщиков цифры. В 2025–2028 гг. ожидаем роста выручки на 5% в год, EBITDA — на 4% при рентабельности с 2027 г. в районе 26%. Основные риски мы видим в ужесточении условий льготной семейной ипотеки и сохранении или повышении ключевой ставки. На бумагу позитивно влияли, мы полагаем, выплаты дивидендов (по 78 руб/акцию в последние годы).

Эталон Груп (50 руб/акцию, «Покупать») — около 1,0 млн м2 дают 15-е место в рейтинге застройщиков. Сильные стороны — наличие стратегического акционера (АФК Система) и растущее внимание премиальному сегменту. Выручка по итогам 1П26 оказалась ниже ожиданий, рентабельность по EBITDA — выше. По новой методике компания исключила из выручки рассрочку с небольшим первоначальным платежом из-за риска расторжения сделки. Убыток немного уменьшился относительно 2П25. Раскрытие части эскроу позволило снизить долг на 12% п/п, но и покрытие проектного долга эскроу-счетами уменьшилось до 42% против 78% на конец 2025 г. Отношение общего чистого долга к EBITDA выросло до 6,0, но чистый долг без проектного финансирования сократился до 3,1 EBITDA. Мы понизили прогнозы с учетом макроэкономических реалий, новой методологии и увеличения доли премиального сегмента в продажах. В 2025–2028 гг. ожидаем среднего роста выручки на 7% в год, EBITDA — на 12% при росте рентабельности до 18,6% в 2028 г. Показатель P/NAV меньше 0,1 отражает высокие долговые риски и неопределенность со спросом. Наш базовый сценарий предполагает, что при улучшении макроэкономических условий Эталон Груп выйдет в прибыль в 2028 г.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль акционерам-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
ГК Самолет	Покупать	Покупать	630	510	329	275	93	76	1	-29	0%	0%
Группа ЛСР	Покупать	Покупать	790	660	273	242	72	63	20	-33	15%	15%
Эталон Груп	Покупать	Покупать	60	50	159	140	29	23	-10	-20	0%	0%

Источник: Банк Синара

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ ПО ОСТАЛЬНЫМ АНАЛИЗИРУЕМЫМ КОМПАНИЯМ

АФК Система (13,7 руб/акцию, «Покупать») работает во многих секторах экономики, включая телекоммуникации, фармацевтику, интернет-торговлю, сельское хозяйство. Она получает стабильные доходы в виде дивидендов от МТС, которые может использовать для инвестиций в новые направления или обслуживания долгов на корпоративном уровне. В условиях высоких процентных ставок риски мы видим в большой долговой нагрузке корпоративного центра — снижение ставок обернулось бы существенной выгодой для АФК Система. Во втором квартале АФК объявила о сделке по привлечению 320 млрд руб. «инвестиционного ресурса», в рамках которой в залог передан крупный пакет акций Озона. Вместе с тем полностью детали этой сделки и ее экономический эффект по-прежнему неясны. Компания торгуется с дисконтом к сумме частей по рыночной стоимости портфельных активов около 50% против более характерных для нее 25–35%. Вывод непубличных активов на биржу может стать дополнительным фактором роста стоимости для холдинга, но слабая конъюнктура не позволит это сделать в ближайшей перспективе.

Холдинг **ЭсЭфАй (730 руб/акцию, «Держать»)** продал основной актив — долю в ЛК Европлан — в конце прошлого года и, выплатив щедрые дивиденды в 902 руб. на акцию, распределил почти все доходы от продажи в пользу акционеров. В этом году компания выплатила еще 172 руб. на акцию. В итоге, основываясь на оценке по сумме стоимости оставшихся активов, мы видим в бумаге лишь ограниченный потенциал. При этом стратегия развития холдинга как публичной компании остается непонятной для рынка.

СОЛЛЕРС (610 руб/акцию, «Покупать») — один из крупнейших российских автопроизводителей. Восстановление авторынка, расширение модельного ряда и углубление локализации должны поддержать динамику бизнеса. В 2026–2027 гг. среднегодовой рост выручки оцениваем в 23%, EBITDA — в 10%. EV/EBITDA 2026П составляет 4,5 против исторической медианы около 5,8. Катализаторами видим восстановление продаж и запуск новых моделей. Дивдоходность на 12 месяцев вперед оцениваем в ~3%.

Сегежа Групп (0,4 руб/акцию, «Продавать») все еще испытывает серьезные операционные и финансовые трудности: на выручку, рентабельность и денежные потоки негативно влияют далеко не лучшая рыночная конъюнктура, относительно высокий курс рубля, ограничения на стороне логистики и большая долговая нагрузка. В ближайшей перспективе существенного улучшения финансовых показателей не ожидаем.

ИНАРКТИКА (670 руб/акцию, «Покупать») — крупнейший в РФ производитель аквакультурного лосося и морской форели. Сильные результаты 1П26 подтвердили восстановление бизнеса: выручка повысилась на 38% г/г, EBITDA — на 36%, чему способствовало увеличение объемов продаж и биомассы. В 2026–2027 гг. среднегодовой рост выручки прогнозируем на уровне 27%, EBITDA — 55%. EV/EBITDA 2027П составляет около 3,2 против исторической медианы 7,3. Дивдоходность до конца 2027 г. оцениваем в ~18%.

МД Медикал Груп (1800 руб/акцию, «Покупать»), одна из самых крупных частных медорганизаций, оказывает многопрофильную помощь пациентам всех возрастов, уделяя повышенное внимание детскому и женскому здоровью. Последний год группа активно расширялась за счет приобретений, которые планирует вывести на свой уровень рентабельности. В нашей модели заложен рост выручки в среднем на 18% в год (CAGR 2025–2028), EBITDA — на 16% при рентабельности по EBITDA на уровне 28–29%. Благодаря стабильному свободному денежному потоку небольшая долговая нагрузка не создает существенных рисков. Не исключены новые покупки, однако выплата дивидендов, полагаем, продолжится. Их размер за этот год оцениваем в 91 руб. на акцию, в том числе 43 руб. к выплате по итогам 1П26.

Озон Фармацевтика (50 руб/акцию, «Держать») лидирует по количеству регистрационных удостоверений (587), а по продажам в натуральном выражении в аптечном сегменте занимает второе место. Компания пересмотрела дивидендную политику, но мы по-прежнему ждем только небольших выплат в ближайшее время из чистой прибыли за отчетный период в зависимости от отношения скорректированного чистого долга к EBITDA. Итоги 1П26 в целом подтвердили нашу позитивную оценку перспектив эмитента. Мы прогнозируем увеличение выручки в среднем на 13% в год (CAGR 2025–2028). На динамике скорректированного показателя EBITDA положительно, как ожидаем, скажется запуск новых препаратов и эффект масштаба — прогнозируем рост на 18% за тот же период. Риски в плане оценки стоимости связаны со способностью Озон Фармацевтики масштабировать бизнес и с началом производства биотехнологических препаратов (успехи положительно повлияли бы на рентабельность).

МГКЛ (3,3 руб/акцию, «Покупать») работает по трем основным направлениям: выдача краткосрочных займов под залог, покупка и продажа высоколиквидных товарных позиций, оптовая торговля драгоценными металлами. Пересмотрев подход к оценке, вместо дивидендной модели используем дисконтирование денежных потоков, так как акционеры не утвердили рекомендацию совета директоров выплатить дивиденды за 2025 г. Среднегодовой рост EBITDA мы оцениваем в 36% (CAGR 2025–2028), чистой прибыли — в 41%. Отношение чистого долга к EBITDA за 1П26 выросло с 2,0 до 3,4. Важным элементом новой стратегии развития МГКЛ заявляет покупку банка, однако ее условия и значение для группы остаются неопределенными. Выплаты дивидендов мы в ближайшие годы не закладываем ввиду вероятного перераспределения ресурсов и влияния потенциальной сделки на денежные потоки.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

	Рейтинг		Целевая цена, руб/акцию		Выручка-2026, млрд руб.		EBITDA-2026, млрд руб.		Чистая прибыль-2026, млрд руб.		Дивидендная доходность	
	Прежний	Новый	Прежняя (на 31.12.2026)	Новая (на 31.12.2027)	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	до 31.12.2027	на 12 мес.
АФК Система	Покупать	Покупать	17,5	13,7							0%	0%
ЭсЭфАй	Держать	Держать	610	730							0%	0%
СОЛЛЕРС	Покупать	Покупать	780	610	71,8	82,6	7,0	4,0	3,1	0,5	3%	3%
Сегежа Групп	Продавать	Продавать	0,6	0,4	93,6	90,5	6,3	4,3	-17,9	-22,3	0%	0%
ИНАРКТИКА	Покупать	Покупать	620	670	25,1	33,4	7,3	9,0	4,3	4,7	18%	12%
МД Медикал Груп	Покупать	Покупать	1920	1800	54,5	54,7	15,4	15,5	11,4	11,5	11%	7%
Озон Фармацевтика	Покупать	Держать	53	50	37,4	36,2	14,0	14,1	7,6	8,1	4%	4%
МГКЛ	Покупать	Покупать	4,0	3,3	53,7	53,4	2,4	2,3	1,3	1,3	0%	0%

Источник: Банк Синара

АКЦИИ КОМПАНИЙ ПОД АНАЛИТИЧЕСКИМ ПОКРЫТИЕМ

Исходя из цен на закрытие торговой сессии 24.09.2026.

	Последняя цена, руб/акцию	Целевая цена на 31.12.2027	Потенциал роста	Рейтинг	Степень риска	Рыночная капитализация, $ млрд	EV, $ млрд	P/E		EV/EBITDA (P/BV для банков)		Доходность FCF		Чистый долг / EBITDA на конец 2026	Дивидендная доходность		Изменение цены			
								2026	2027	2026	2027	2026	2027		12 мес.	2026	с нач. года	1 мес.	1 неделя	1 день
Нефтегазовый сектор																				
Газпром	102	140	38%	Покупать	●●○○○	28,2	109,8	1,9	1,8	2,6	2,7	17%	15%	1,7	26,8%	26,8%	-18,8%	22,6%	10,1%	0,5%
Роснефть	370	495	34%	Покупать	●●○○○	46,0	108,2	6,9	5,6	4,1	3,8	23%	28%	1,2	7,3%	7,3%	-9,4%	20,4%	5,5%	1,8%
ЛУКОЙЛ	5 423	6 150	13%	Покупать	●●○○○	44,0	42,9	5,7	5,8	2,5	2,7	17%	14%	Отр.	15,4%	15,4%	-8,2%	31,4%	4,9%	0,4%
НОВАТЭК	1 084	1 450	34%	Покупать	●●○○○	38,6	38,3	6,4	5,8	3,5	3,2	8%	9%	Отр.	7,8%	7,8%	-8,7%	16,6%	6,2%	1,2%
Газпром нефть	560	585	5%	Держать	●●○○○	31,1	47,0	5,4	5,0	3,5	3,4	Отр.	6%	1,3	13,9%	13,9%	14,5%	19,1%	6,5%	1,5%
Татнефть	641	615	-4%	Держать	●●○○○	17,4	16,0	4,8	5,5	2,8	3,1	19%	10%	Отр.	10,4%	10,4%	10,5%	26,0%	3,7%	1,1%
Татнефть (ап)	611	595	-3%	Держать	●●○○○	17,4	16,0	4,8	5,5	2,8	3,1	19%	10%	0,0	10,9%	10,9%	12,7%	21,6%	3,5%	0,5%
Сургутнефтегаз	15,7	20,3	30%	Покупать	●●●○○	10,2	Отр.	1,2	1,1	Отр.	Отр.	21%	18%	Отр.	5,7%	5,7%	-27,9%	5,8%	-0,9%	-0,1%
Сургутнефтегаз (ап)	40,5	36,0	-11%	Держать	●●●○○	10,2	Отр.	1,2	1,1	Отр.	Отр.	21%	18%	Отр.	16,6%	16,6%	-3,4%	0,7%	-1,0%	0,2%
Транснефть (ап)	1 023	1 300	27%	Покупать	●●○○○	8,7	6,3	2,7	2,9	0,9	0,9	17%	13%	Отр.	18,6%	18,6%	-25,8%	1,2%	1,1%	0,5%
Башнефть	1 226	1 200	-2%	Держать	●●●●○	2,4	2,5	3,4	2,5	1,3	1,1	20%	30%	Отр.	6,9%	6,9%	-15,5%	8,3%	2,1%	0,6%
Башнефть (ап)	749	780	4%	Держать	●●●●○	2,4	2,5	3,4	2,5	1,3	1,1	20%	30%	Отр.	11,4%	11,4%	-14,8%	-0,1%	1,4%	-0,3%
РуссНефть	86,6	85,0	-2%	Держать	●●●●●	0,3	1,6	1,1	1,0	3,0	2,3	21%	43%	2,1	0,0%	0,0%	-10,9%	9,0%	3,8%	0,4%
НКНХ	45,4	60,0	32%	Держать	●●●●○	0,9	3,1	121,6	6,2	4,4	3,9	Отр.	39%	3,4	0,4%	0,4%	-41,9%	-1,4%	0,6%	0,0%
НКНХ (ап)	35,4	35,0	-1%	Держать	●●●●○	0,9	3,1	121,6	6,2	4,4	3,9	Отр.	39%	0,0	0,5%	0,5%	-41,4%	1,8%	1,6%	-0,8%
							Медиана	*4,8*	*5,0*	*2,8*	*2,7*	*20%*	*18%*							
Черная металлургия																				
Северсталь	653	741	13%	Держать	●●●○○	6,4	7,4	18,0	6,9	5,6	3,5	Отр.	16%	0,5	0,0%	0,0%	-32,1%	8,3%	4,2%	0,3%
НЛМК	70,7	70,0	-1%	Продавать	●●●●○	5,0	3,8	10,6	6,5	3,1	2,3	1%	15%	Отр.	0,0%	0,0%	-33,8%	4,4%	0,4%	-1,6%
ММК	21,7	29,0	34%	Покупать	●●●○○	2,8	1,9	7,3	5,2	1,7	1,4	7%	12%	Отр.	0,0%	0,0%	-24,1%	4,9%	1,5%	-1,3%
ТМК	59,5	84,0	41%	Покупать	●●●○○	0,8	4,4	Отр.	7,3	13,6	4,6	68%	63%	11,5	0,0%	0,0%	-41,9%	5,5%	2,1%	0,0%
							Медиана	*10,6*	*6,7*	*4,4*	*2,9*	*7%*	*15%*							
Цветная металлургия и добыча																				
ГМК Норникель	120	132	10%	Держать	●●○○○	21,5	30,1	5,3	7,3	3,9	4,0	12%	10%	1,0	11,1%	9,0%	-19,6%	-0,9%	-6,8%	-4,5%
ОК РУСАЛ	23,7	28,2	19%	Держать	●●●○○	4,2	7,0	2,5	3,8	2,4	3,3	0%	6%	2,7	0,0%	0,0%	-30,1%	-7,1%	-3,2%	-2,8%
Полюс	983	1 506	53%	Покупать	●●●●●	11,0	18,5	5,2	4,6	2,5	2,6	2%	12%	0,9	0,0%	0,0%	-59,0%	-13,0%	2,6%	4,4%
Селигдар	36,5	33,4	-8%	Продавать	●●●●○	0,4	2,2	2,1	2,5	3,6	4,0	50%	47%	2,9	0,0%	0,0%	-14,5%	-8,7%	1,1%	-0,8%
АЛРОСА	19,6	20,2	3%	Держать	●●●○○	1,7	3,0	Отр.	7,7	7,2	4,5	9%	29%	2,1	8,3%	0,0%	-52,6%	5,9%	2,8%	0,2%
ЮГК	0,72	0,74	3%	Держать	●●●●●	1.9	2,7	5,1	9,0	3,4	*4,0*	15%	14%	0,8	3,5%	0,0%	33,0%	1,9%	0,0%	0,0%
							Медиана	*2,5*	*5,5*	*3,7*	*4,0*	*11%*	*19%*							
Производство угля																				
Мечел	41,2	56,0	36%	Покупать	●●●●○	0,2	3,6	Отр.	1,9	22,1	5,3	Отр.	Отр.	18,4	0,0%	0,0%	-44,0%	14,5%	0,6%	1,0%
Мечел (ап)	38,5	56,0	45%	Покупать	●●●●○	0,2	3,6	Отр.	1,9	22,1	5,3	Отр.	Отр.	18,4	0,0%	0,0%	-41,0%	6,9%	0,4%	-1,2%
Распадская	132	124	-6%	Продавать	●●●○○	1,0	1,0	Отр.	Отр.	10,0	3,9	Отр.	6%	Отр.	0,0%	0,0%	-18,9%	12,9%	3,7%	-0,4%
							Медиана		*1,9*	*22,1*	*5,3*									
Производство удобрений																				
ФосАгро	5 102	5 500	8%	Держать	●●●○○	7,7	11,3	8,3	6,6	5,4	4,2	10%	14%	1,5	8,0%	2,9%	-19,9%	2,5%	-1,1%	-1,3%
Акрон	17 882	13 000	-27%	Продавать	●●●●○	7,7	9,2	10,8	8,3	7,5	5,7	6%	9%	1,1	4,7%	4,7%	-1,0%	-0,1%	-1,2%	-0,4%
							Медиана	*9,5*	*7,5*	*6,5*	*5,0*	*8%*	*11%*							
Финансовые услуги																				
Сбербанк	280	400	43%	Покупать	●○○○○	74,1		3,2	3,0	0,7	0,6				15,4%	15,4%	-6,6%	4,0%	1,8%	0,4%
Т-Технологии	258	424	64%	Покупать	●●●○○	8,12		3,3	2,7	0,8	0,7				7,6%	7,4%	-21,3%	4,2%	2,4%	0,1%
Банк Санкт-Петербург	263	340	30%	Покупать	●●●○○	1,32		3,8	3,2	0,5	0,5				13,2%	13,2%	-14,9%	12,2%	3,3%	1,4%
Банк ВТБ	51,5	93,0	81%	Покупать	●●●●○	7,80		1,3	1,2	0,3	0,2				19,7%	19,7%	-28,7%	0,6%	2,8%	0,4%
МосБиржа	150	215	44%	Покупать	●●○○○	3,99		5,5	5,0	1,2	1,1				13,7%	13,7%	-13,6%	-0,4%	2,2%	0,4%
Группа Ренессанс Страхование	68,7	94,0	37%	Покупать	●●●○○	0,45		6,1	3,0	0,6	0,6				8,6%	8,6%	-28,2%	2,4%	1,1%	0,4%
СмартТехГрупп	0,69	1,03	50%	Покупать	●●●●●	0,02		8,3	3,1	0,4	0,3				0,0%	8,1%	-55,7%	5,5%	3,2%	-1,2%
МГКЛ	1,96	3,30	68%	Покупать	●●●●●	0,03		1,9	1,4	0,8	0,7				0,0%	0,0%	-24,3%	-9,2%	-0,1%	-0,4%
ДОМ.РФ	2 086	2 930	40%	Покупать	●●○○○	4,40		3,2	2,8	0,7	0,6				15,5%	15,5%	11,9%	1,4%	-0,7%	-0,7%
							Медиана	*3,3*	*3,0*	*0,7*	*0,6*									

АКЦИИ КОМПАНИЙ ПОД АНАЛИТИЧЕСКИМ ПОКРЫТИЕМ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

	Последняя цена, руб/акцию	Целевая цена на 31.12.2027	Потенциал роста	Рейтинг	Степень риска	Рыночная капитализация, $ млрд	EV, $ млрд	P/E		EV/EBITDA (P/BV для банков)		Доходность FCF		Чистый долг / EBITDA на конец 2026	Дивидендная доходность		Изменение цены			
								2026	2027	2026	2027	2026	2027		12 мес.	2026	с нач. года	1 мес.	1 неделя	1 день
ТМТ																				
Яндекс	3 746	6 000	60%	Покупать	●●●○○	16,6	16,7	10,2	7,4	4,0	3,2	8%	12%	0,7	5,9%	5,9%	-18,0%	8,1%	1,1%	-0,4%
МТС	176	270	54%	Покупать	●○○○○	3,9	10,2	5,1	7,5	2,8	2,4	24%	18%	1,9	11,4%	14,2%	-17,8%	-0,5%	-0,3%	0,3%
Ростелеком	39,3	87,5	123%	Покупать	●●●○○	1,6	10,2	4,2	3,0	2,3	2,2	5%		1,6	12,0%	12,0%	-38,9%	0,0%	0,1%	-1,5%
Ростелеком (ап)	40,7	87,5	115%	Покупать	●●●●○	1,6	10,2	4,2	3,0	2,3	2,2	5%		1,6	11,6%	11,6%	-34,3%	1,4%	0,4%	-1,1%
Озон	3 012	6 800	126%	Покупать	●●●○○	7,6	10,1	72,6	6,9	4,2	3,3	10%	23%	1,8	0,0%	0,0%	-33,3%	28,6%	12,0%	4,2%
Хэдхантер	2 899	3 300	14%	Покупать	●●●○○	1,6	1,5	9,2	8,4	6,3	5,8	11%	14%	Отр.	8,1%	8,1%	-0,4%	10,6%	3,9%	1,0%
Циан	651	1 020	57%	Покупать	●●●○○	0,5	0,5	15,1	11,8	7,7	6,2	8%	10%	Отр.	11,8%	12,7%	7,7%	1,4%	0,9%	-0,4%
ВК	114	290	154%	Покупать	●●●●○	0,8	1,5	Отр.	Отр.	5,8	2,9	5%	Отр.	3,1	0,0%	0,0%	-62,3%	-5,6%	2,1%	1,1%
Группа Позитив	1 047	1 200	15%	Держать	●●●○○	0,9	1,0	6,0	4,1	4,4	3,5	4%	9%	1,0	6,8%	6,8%	5,6%	11,9%	2,3%	-0,4%
Софтлайн	48,3	130	169%	Покупать	●●●●●	0,2	0,6	15,4	12,9	5,1	4,4	Отр.	14%	1,1	0,0%	0,0%	-38,8%	-7,5%	-1,3%	0,5%
Группа Астра	217	380	75%	Покупать	●●●●○	0,5	0,5	5,1	4,8	4,3	4,0	13%	12%	Отр.	4,6%	4,8%	-14,3%	5,3%	2,0%	-0,9%
							Медиана	*7,6*	*7,2*	*4,3*	*3,3*	*8%*	*13%*							
Потребительский сектор																				
КЦ ИКС 5	1 833	2 700	47%	Покупать	●●●○○	5,2	9,6	4,6	3,4	2,6	2,2	Отр.	7%	1,3	27,9%	27,9%	-39,1%	-0,7%	2,3%	0,3%
Магнит	1 620	1 700	5%	Держать	●●●○○	1,4	7,4	251,4	2,7	3,2	2,6	Отр.	10%	2,4	0,0%	0,0%	-46,2%	7,7%	2,9%	0,7%
Лента	1 707	2 260	32%	Покупать	●●●○○	2,3	3,7	7,8	4,4	3,8	3,0	Отр.	3%	0,8	0,0%	0,0%	-14,0%	-10,3%	9,3%	1,7%
М.видео	43,2	25,3	-41%	Продавать	●●●●○	0,1	2,0	Отр.	Отр.	Отр.	14,4	Отр.	Отр.	Отр.	0,0%	0,0%	-46,7%	-6,2%	-0,8%	0,0%
Фикс Прайс	0,39	0,54	37%	Покупать	●●●○○	0,5	0,5	3,4	2,5	2,1	1,5	56%	81%	Отр.	28,0%	28,0%	-29,9%	-3,4%	1,2%	0,1%
Хэндерсон Фэшн Групп	281	510	82%	Покупать	●●●●○	0,1	0,2	6,1	4,4	2,7	2,2	20%	23%	0,6	8,9%	8,9%	-45,8%	-9,8%	-0,6%	-0,1%
НоваБев Групп	255	490	92%	Покупать	●●●●○	0,3	0,5	3,8	2,8	2,7	2,2	32%	38%	1,7	8,6%	8,6%	-37,5%	2,0%	2,6%	0,7%
ВИ.ру	72,7	130	79%	Покупать	●●●●●	0,4	0,3	7,4	4,6	2,3	2,0	27%	27%	Отр.	11,0%	11,0%	-1,7%	1,2%	5,5%	2,2%
							Медиана	*6,1*	*3,4*	*2,7*	*2,2*	*29%*	*23%*							
Энергетика																				
Интер РАО	2,41	4,65	93%	Покупать	●●●○○	3,0	0,4	2,3	2,5	0,2	0,2	Отр.	Отр.	Отр.	10,8%	10,8%	-22,1%	5,0%	2,6%	0,5%
РусГидро	0,39	0,70	81%	Покупать	●●●●●	2,0	12,5	2,3	1,4	4,3	3,2	Отр.	57%	3,6	0,0%	0,0%	-6,8%	19,5%	6,6%	2,4%
Россети Центр	0,70	1,15	63%	Покупать	●●●●●	0,4	0,8	1,7	1,2	1,4	1,1	Отр.	30%	0,8	15,1%	15,1%	-20,0%	11,0%	6,3%	1,2%
Россети Московский регион	1,61	2,07	28%	Покупать	●●●●○	0,9	2,0	1,4	1,1	1,4	1,2	Отр.	Отр.	0,8	15,2%	15,2%	10,4%	3,1%	4,4%	-0,6%
Мосэнерго	1,35	1,54	14%	Держать	●●●●○	0,6	0,5	8,6	6,0	1,5	1,3	Отр.	Отр.	Отр.	5,9%	5,9%	-35,3%	-5,2%	0,0%	-1,5%
Юнипро	1,01	2,00	98%	Покупать	●●●●○	0,7	Отр.	1,5	1,3	Отр.	Отр.	25%	38%	Отр.	0,0%	0,0%	-32,3%	8,9%	3,0%	0,2%
ЭН+ ГРУП	295	611	107%	Покупать	●●●●○	2,2	12,7	1,5	1,9	2,9	3,3	24%	35%	2,4	0,0%	0,0%	-34,7%	0,6%	-2,3%	-2,6%
							Медиана	*1,7*	*1,4*	*1,5*	*1,3*	*24%*	*36%*							
Транспорт																				
Совкомфлот	82,2	126	53%	Покупать	●●●●○	2,3	3,5	4,6	6,3	3,3	3,4	13%	23%	0,5	10,5%	10,5%	7,8%	13,8%	0,2%	0,0%
Аэрофлот	32,9	41,0	25%	Покупать	●●●●●	1,5	7,8	6,2	3,7	3,6	3,3	Отр.	Отр.	2,9	5,4%	5,4%	-43,3%	4,9%	3,0%	0,5%
ДВМП	59,4	80,0	35%	Покупать	●●●●○	2,1	2,3	31,5	16,5	6,5	5,4	7%	8%	0,5	0,0%	0,0%	12,1%	0,7%	2,0%	-0,9%
НМТП	6,67	8,60	29%	Покупать	●●○○○	1,5	1,1	3,1	3,0	1,9	1,7	3%	10%	0,2	15,1%	15,1%	-22,8%	-1,0%	2,9%	-1,2%
СОЛЛЕРС	378	610	61%	Покупать	●●●●●	0,1	0,2	22,9	4,2	4,5	2,4	49%	8%	1,5	2,9%	2,9%	-33,9%	5,1%	2,9%	0,9%
Каршеринг Руссия	44,8	64,0	43%	Покупать	●●●●●	0,1	0,5	Отр.	Отр.	6,9	5,4	84%	84%	5,7	0,0%	0,0%	-59,0%	-2,5%	-1,5%	0,1%
ВУШ Холдинг	37,4	103	175%	Покупать	●●●●○	0,0	0,2	Отр.	559,1	4,0	3,3	6%	Отр.	2,9	0,0%	0,0%	-59,0%	-17,2%	-0,1%	0,0%
							Медиана	*6,2*	*5,3*	*4,0*	*3,3*	*10%*	*10%*							
Девелопмент																				
Группа ЛСР	495	660	33%	Покупать	●●●●○	0,6	3,2	Отр.	2,9	4,3	3,7	Отр.	2%	3,0	15,8%	15,8%	-23,2%	-3,2%	-3,8%	-1,8%
Эталон Груп	19,4	50,0	158%	Покупать	●●●●●	0,2	1,0	Отр.	Отр.	3,9	3,7	Отр.	Отр.	3,1	0,0%	0,0%	-50,1%	-6,6%	-0,9%	-0,2%
ГК Самолет	251	510	103%	Покупать	●●●●●	0,2	1,6	Отр.	Отр.	1,7	1,8	Отр.	Отр.	1,2	0,0%	0,0%	-74,5%	-29,2%	-6,4%	-1,0%
							Медиана	*Отр.*	*2,9*	*3,9*	*3,7*	*Отр.*	*2%*							
Здравоохранение																				
МД Медикал Груп	1 298	1 800	39%	Покупать	●●●○○	1,1	1,2	8,5	7,2	6,7	5,6	4%	12%	0,3	7,0%	7,0%	-14,6%	1,5%	-0,4%	0,0%
Озон Фармацевтика	44,5	50,0	12%	Держать	●●●●●	0,6	0,7	6,4	5,7	4,1	3,6	9%	4%	0,5	4,4%	3,9%	-13,4%	7,8%	3,5%	0,4%
Холдинги																				
АФК Система	7,38	13,7	86%	Покупать	●●●○○	0,8	0,8								0,0%	0,0%	-44,2%	3,2%	3,0%	0,2%
ЭсЭфАй	564	730	29%	Держать	●●●●○	0,3	0,3								0,0%	0,0%	-38,7%	-5,5%	0,8%	2,7%
Деревообрабатывающая промышленность																				
Сегежа Групп	0,67	0,40	-40%	Продавать	●●●●●	0,6	1,5	Отр.	Отр.	29,8	14,1	Отр.	Отр.	19,2	0,0%	0,0%	-43,7%	9,9%	1,9%	-0,2%
Сельскохозяйственный сектор																				
ИНАРКТИКА	316	670	112%	Покупать	●●●●○	0,3	0,5	5,9	3,0	4,9	3,2	Отр.	22%	1,9	12,4%	12,7%	-35,9%	-8,2%	1,5%	-0,5%

синара | инвестиционный банк

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин
KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин
AfoninAK@sinara-finance.ru

Эльдар Каров
KarovEK@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин
KokinAV@sinara-finance.ru

Металлургия

Сергей Кривохижин
KrivokhizhinSY@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов
BelovKA@sinara-finance.ru

Александр Гайда
GaidaAS@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Девелопмент, здравоохранение, размещения

Мария Лукина
LukinaMS@sinara-finance.ru

Компании малой и средней капитализации

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Мария Лукина
LukinaMS@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Александр Гайда
GaidaAS@sinara-finance.ru

Электроэнергетика

Денис Степанов
StepanovDI@sinara-finance.ru

Транспорт

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч-Йетишгин
DrachIG@sinara-finance.ru

Владлен Гаража
GarazhaVA@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт
BarendtSF@sinara-finance.ru

© 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 сделки (операции), упомянутые в нем, могут не соответствовать финансовому положению, инвестиционному профилю, цели (целям) инвестирования, допустимому риску получателя материала и (или) ожидаемой получателем материала доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо сделки (операции) интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту, уровню допустимого риска, ожидаемой доходности является задачей получателя настоящего материала. АО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) сделок (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 АО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия АО Банк Синара 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 АО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать 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 «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сегежа Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», ПАО «Южуралзолото Группа 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 Руссия», 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 термина»л, АО «Цифровые привычки», УК «Альфа-Капитал», ПАО «ГЛОРАКС», ПАО ДОМ.РФ, ПАО «ГК «БАЗИС», ПАО «В2В-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 указания в настоящем материале рейтингов они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая на горизонте оценки доходность, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозируемой на горизонте оценки дивидендной доходности, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшийся на горизонте оценки срок стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «Покупать», если не превышает, оставаясь положительной величиной, — «Держать», если является отрицательной — «Продавать».

Помимо рейтингов, 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, долговой 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.