

# Новые вводные по ультиматуму. Ежедневный обзор рынка акций



Содержание статьи

- [Взгляд на рынок](#)
- [Новости](#)

## Взгляд на рынок

Новые вводные по ультиматуму

Краткосрочный взгляд. Рынком продолжает править геополитика. Инвесторы стали реагировать на каждое заявление, касающееся ультиматума. Однако уверенности в том, что действия США будут действительно жесткими, до сих пор нет, и в случае реализации более мягкого сценария рынок может перейти к резкому росту, особенно учитывая постепенное улучшение ситуации в денежно-кредитной политике РФ и недавнее ослабление рубля.

## Индекс МосБиржи



Источник: БКС Мир инвестиций

## Отраслевые индексы — изменение за день



Вчера. В четверг Индекс МосБиржи продемонстрировал незначительный рост и прибавил 0,59% с учетом вечерних торговых сессий. Одной из причин роста, вероятно, стали заявления Китая и Индии, намекающие на отказ от остановки покупок российской нефти, несмотря на ультиматумы Трампа. Внешний фон при этом был умеренно негативным: курс рубля стагнировал, а цены на нефть упали более чем на 1%. На американском рынке торги прошли в негативном ключе: индекс S&P 500 потерял 0,37%, а Nasdaq — 0,55%.

Юлия Голдина

## Новости

Слабые финансовые результаты De Beers за I половину 2025 г., негативно для настроений в акциях АЛРОСА

Один из крупнейших игроков на мировом рынке алмазодобычи, De Beers, опубликовал финансовые результаты по МСФО за I половину 2025 г.

## Финансовые и операционные результаты De Beers за I полугодие 2025 г.

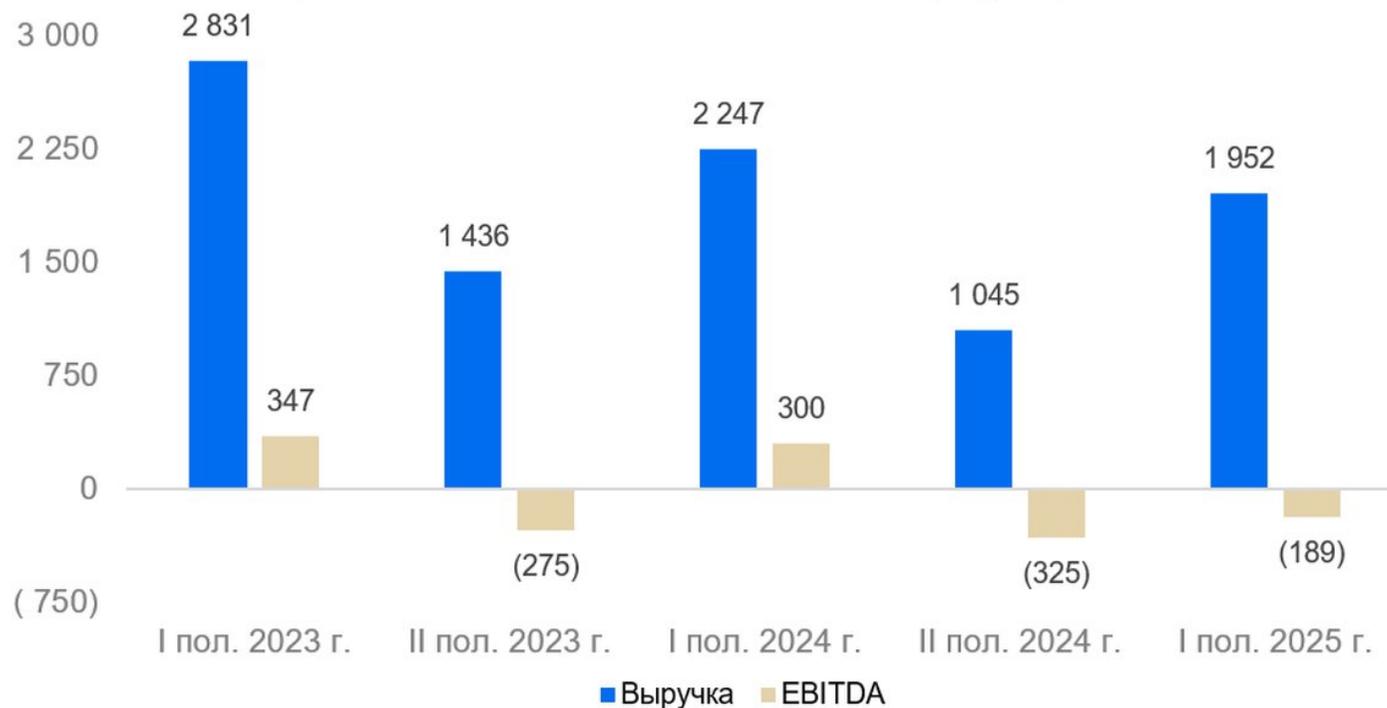
	I пол. 2025 г.	I пол. 2024 г.	г/г
Производство, тыс. карат	10 214	13 312	-23%
Продажи, тыс. карат	11 005	11 945	-8%
Средняя цена продажи, \$/карат	155	164	-5%
Стоимость производства, \$/карат	87	85	2%
Выручка, \$ млн	1 952	2 247	-13%
ЕБИТДА, \$ млн	(189)	300	н/п
Рентабельность по ЕБИТДА, %	-10%	13%	-23 п.п.
ЕБИТ, \$ млн	(303)	150	н/п
Сапех, \$ млн	172	264	-35%

Источник: De Beers

Оценка. Производство стагнирует, а операционная прибыль ушла в отрицательную зону. Производство алмазов в компании снизилось на фоне приостановок добычи с началом плановых ремонтов на некоторых объектах в условиях слабого спроса. Кроме того, сказывается активная обработка руды с меньшим содержанием камней. В отчете компании отмечается, что на рынке наблюдается тенденция к активному наращиванию запасов у добывающих компаний. Это связано с ростом неопределенности в секторе и повышением запасов обработанных бриллиантов у компаний мидстрим-сегмента (обработка и огранка алмазов). При этом отмечается, что значения за I половину текущего года еще не отражают эффект от введенных торговых пошлин со стороны США.

Падение выручки в годовом сопоставлении (г/г) в I полугодии 2025 г. вызвано снижением обоих компонентов — и объема продаж, и средней цены реализации. Индекс цен на алмазы сильно упал (-14% г/г), но частично это компенсировалось ростом продаж более ценных камней. Отрицательный показатель [ЕБИТДА](#) отражает одновременное падение выручки и рост удельных расходов, что подтверждает тезис о негативной конъюнктуре на рынке.

## Динамика ключевых финансовых показателей De Beers по полугодиям, \$ млн



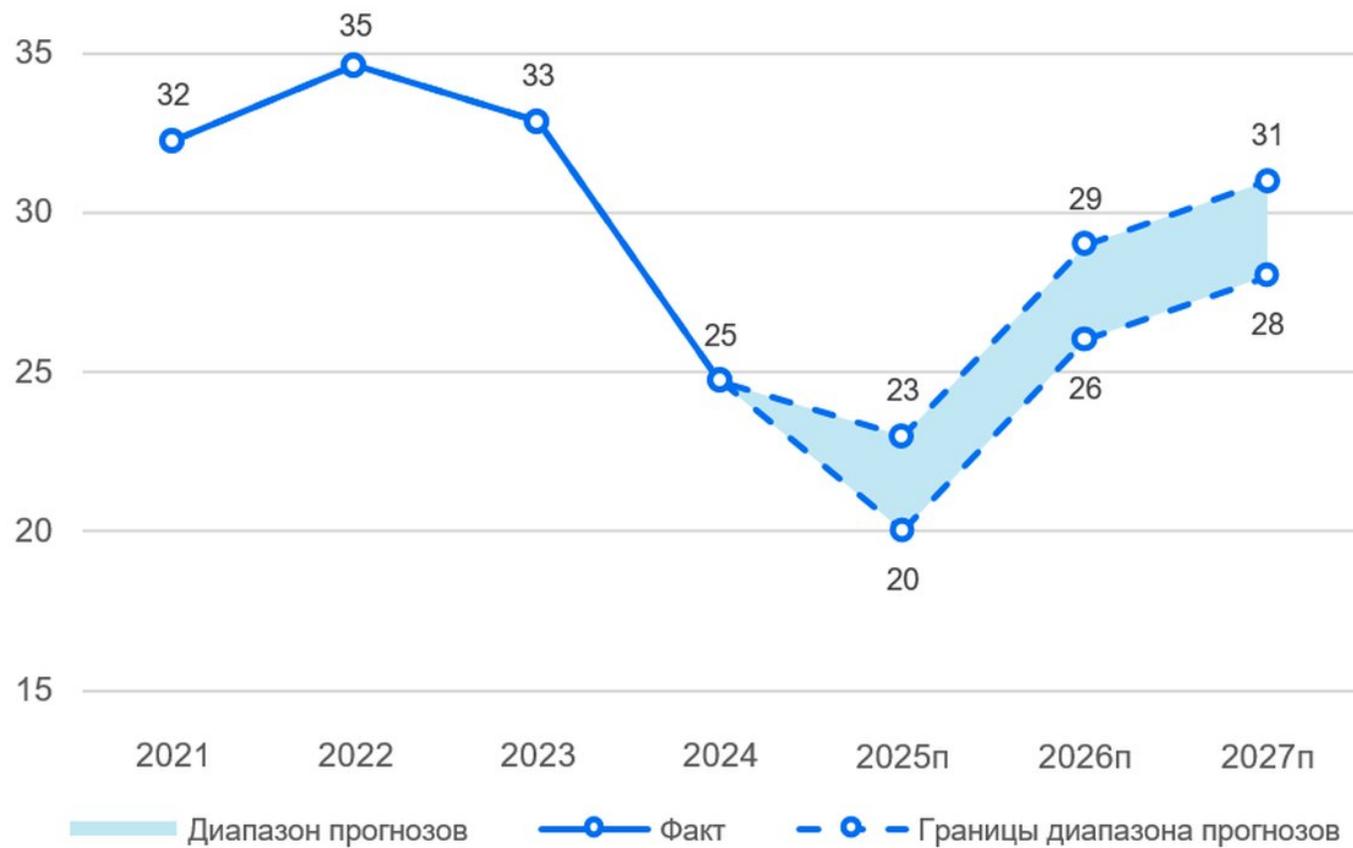
Источник: De Beers

Снижение капитальных затрат также является следствием замедления экономической активности игроков сектора. Кроме того, компании стремятся сохранить средства для улучшения финансовой устойчивости в непростых условиях.

Тяжелое положение в алмазодобывающей отрасли вынудило Anglo American, материнскую компанию De Beers, срезать промежуточные дивиденды сразу на 80% — с \$0,42 до \$0,07. Компания в своем отчете напрямую отмечает негативный вклад алмазного направления в консолидированную прибыль и, как следствие, существенное сокращение дивидендов.

De Beers в отчете с итогами 2024 г. подтвердила прогнозы по объемам производства на ближайшие три года. При этом средняя удельная стоимость производства на весь 2025 г. была пересмотрена с \$93/карат до \$94/карат. EBITDA за весь 2025 г. прогнозируется в отрицательной зоне при ожидаемом сохранении слабой конъюнктуры в индустрии и медленных темпах восстановления мирового спроса на продукцию.

## Прогноз собственного производства De Beers, млн карат



Источник: De Beers

Влияние. Сохраняем «Негативный» взгляд на акции АЛРОСА. Тезис о сохранении негативной конъюнктуры в среднесрочной перспективе подтверждается: в первой половине года ключевой конкурент компании АЛРОСА испытывал трудности. Ближайший отчет за I полугодие 2025 г. российской алмазодобывающей компании, судя по всему, будет тоже слабым. Акции АЛРОСА торгуются с высоким мультипликатором [P/E](#) на споте выше 20x при историческом значении в 7x, что делает их непривлекательными по текущим ценам.

## ALRS

## Негативный взгляд

Целевая цена, руб.	41	Потенциал к цене	-11%
Цена, руб.	46	Избыточная доходность *	-32%
В свободном обращении	34%	Рыночная капитализация, \$ млн	339
Средний объем торгов за 3 месяца, \$ млн	501	Стоимость компании (EV), \$ млн	421
Прогноз		2025 г.	2026 г.
P/E скорректированный		14,2	9,1
EV/EBITDA		6,3	4,9

\* потенциал роста минус стоимость акционерного капитала

Источник: БКС Мир инвестиций

Кирилл Чуйко, Дмитрий Казаков, Булат Мударисов

II квартал по МСФО — улучшение операционных показателей, но не вся прибыль попадет в капитал, смешанно

ВТБ опубликовал отчетность за II квартал 2025 г. по МСФО. Группа также провела традиционный звонок с аналитиками, на котором, помимо финансовых результатов, обсуждались вопросы структуры капитала и дополнительной эмиссии.

- Чистые процентные доходы выросли до 94,2 млрд руб. (-30% в годовом сопоставлении (г/г), +79% в квартальном (к/к), на 28% выше ожиданий БКС. Чистая процентная маржа (NIM) увеличилась до 1,2% — эффект снижения процентных ставок. Прогноз банка на 2025 г. — NIM «около 1%».
- Комиссионный доход вырос до 72,9 млрд руб. (+20% г/г, +0,3% к/к), на 6% ниже оценок БКС. По итогам года группа повысила прогноз роста этого показателя до 10%. Таким образом, менеджмент ждет, что во II полугодии динамика резко замедлится, в том числе из-за высокой базы прошлого года.
- Стоимость риска довольно невысока: 0,8% во II квартале, +0,2% г/г. Расходы на резервы выросли г/г, как и доля неработающих кредитов (NPL) в совокупном кредитном портфеле до 4,1% (покрытие резервами 1,28x). Прогноз банка на 2025 г. предполагает стоимость риска по кредитному портфелю «около 1%». На уровне ожиданий и нейтрально.
- Операционные расходы составили 128,9 млрд руб. (+14% г/г, +9% к/к) — на уровне ожиданий БКС. Причиной роста стали инвестирование в технологии и трансформацию согласно Стратегии-2026, а также присоединение Почта Банка.
- Менеджмент изменил некоторые прогнозы на 2025 г. Вслед за Сбером ВТБ ждет более скромного роста балансовых показателей, в основном кредитов. Но менеджмент повысил прогноз чистой прибыли с 430 млрд руб. до 500 млрд руб. Причиной стало более быстрое, чем ожидал банк, снижение ставки.

Финансовые результаты ВТБ за II квартал 2025 г. по МСФО (сокращенно)

млрд руб.	2К24	1К25	2К25	г/г	к/к	БКС	Откл.
Чистые проц. доходы	134,5	52,6	94,2	-30%	79%	73,7	28%
Комиссии	60,7	72,7	72,9	20%	0%	77,8	-6%
Расходы на резервы	-36,0	-49,5	-52,0	44%	5%	-59,7	-13%
Операц. расходы	-112,8	-118,5	-128,9	14%	9%	-128,0	1%
Чист. прибыль (убыток)	154,7	141,2	139,2	-10%	-1%	129,8	7%
Рент-ть капитала (ROE)	26,3%	20,6%	20,5%	-5,8 п.п.	-0,1 п.п.	18,3%	2,2 п.п.
Чистая проц. маржа (NIM)	2,1%	0,7%	1,2%	-0,9 п.п.	0,3 п.п.	0,9%	0,3 п.п.
Стоимость риска (CoR)	0,6%	0,8%	0,8%	0,2 п.п.	0,2 п.п.	1,0%	-0,2 п.п.
Расходы / Доходы (CIR)	44,9%	33,1%	55,9%	11,0 п.п.	22,8 п.п.	40,6%	15,3 п.п.
Активы	31 325	35 728	35 708	14%	-0,1%	36 001	-1%
Кредиты	23 046	23 906	23 928	4%	0,1%	23 834	0%
Средства клиентов	23 731	26 225	26 083	10%	-0,5%	26 234	-1%
Капитал	2432	2803	2644	9%	-5,7%	2866	-8%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

• Также появились новости по допэмиссии: максимальное количество акций к выпуску может составить 1,26 млрд. Ранее менеджмент говорил, что ее объем составит 80-90 млрд руб. То есть в худшем случае цена может достичь 63–71 руб. за бумагу, что соответствует дисконтам от 10–20% к рыночной цене. Менеджмент при этом подчеркнул, что итоговое число выпущенных акций, как ожидается, будет ниже, и цена выпуска будет зависеть только от динамики рыночных котировок. Если взять текущую рыночную цену как ориентир, то число выпущенных акций может составить 1,1–1,15 млрд, или ~20% от текущего. В целом такой объем соответствует нашим ожиданиям.

• Финансовый директор ВТБ Дмитрий Пьянов впервые озвучил сроки потенциального решения Правительства как основного акционера об упрощении структуры капитала. Так, ВТБ ждет решение по конвертации привилегированных акций в обычные в начале 2026 г. С одной стороны, упрощение структуры капитала действительно позитивно скажется на восприятии инвестиционного кейса инвесторами, с другой стороны — итоговый результат сильно зависит от параметров конвертации, которые сейчас неизвестны.

‡ Оценка. Смешанно, маржинальность улучшается, но трудности с пополнением капитала остаются. Результаты несколько лучше наших ожиданий, чистая прибыль 139 млрд (-10% г/г, -1% к/к) выше наших прогнозов на 7%. Операционные показатели улучшились: чистые процентные доходы выше, чем мы предполагали на 28%, а стоимость риска составила 0,8%, благодаря чему расходы на резервы были на 13% меньше наших ожиданий.

В то же время хотели бы отметить, что Группа признала значительный отложенный налоговый актив (~90 млрд руб.). С одной стороны, это говорит об улучшении прогноза менеджмента относительно будущей чистой прибыли группы, с другой — отмечаем, что эта часть прибыли не попадает в капитал и реализация этого актива сильно зависит от объемов полученной в будущем прибыли.

Влияние. Сохраняем «Нейтральный» взгляд на бумаги ВТБ: текущая оценка по [P/E](#) на прогнозный 2025 г. 1,2x против среднеисторической 4,6x. Акции торгуются с дисконтом, дальнейшее понижение ключевой ставки должно позитивно сказаться на финансовом положении банка.

## VTBR

## Нейтральный взгляд

Целевая цена, руб.	100	Потенциал к цене	29%
Цена, руб.	78	Избыточная доходность *	4%
В свободном обращении	24%	Рыночная капитализация, \$ млн	418
Средний объем торгов за 3 месяца, \$ млн	8 236	Изменение цены за 3 месяца	-20%
Прогноз	2025 г.		2026 г.
P/E	1,2		1,2
P/BV	0,2		0,2

\* потенциал роста минус стоимость акционерного капитала

Источник: БКС Мир инвестиций

Артем Перминов, Андрей Шаров

Операционные результаты за II квартал 2025 г. — ожидаемое снижение продаж, нейтрально

Эталон опубликовал неаудированные операционные результаты за II квартал 2025 г. на основе управленческой отчетности компании.

- Во II квартале продажи составили 24,8 млрд руб. (-34% год к году, г/г, -34% квартал к кварталу, к/к), а объем — 104 тыс. кв. м (-47% г/г, -46% к/к). Ключевым фактором продолжения снижения спроса стала высокая база II квартала прошлого года, когда в преддверии отмены льготной ипотеки на рынке сформировался рекордный спрос.
- Средняя цена проданного метра во II квартале выросла г/г и составила 239 тыс. руб. за кв. м. Средняя цена метра в квартирах снизилась до 287,8 тыс. руб. за кв. м (+12% г/г, -7% к/к) на фоне запуска проекта бюджетного уровня в Санкт-Петербурге, а также роста ипотечных продаж, которые, в отличие от рассрочки, не предполагают удорожания ввиду большей наполняемости эскроу.

Операционные результаты Эталона за II квартал 2025 г.

Ключевые операционные показатели	2K24	1K25	2K25	г/г	к/к
Продажи, тыс. кв. м	196	192	104	-47%	-46%
Продажи, RUB млрд	37,6	37,4	24,8	-34%	-34%
Сред. цена, RUB тыс./кв. м	192	195	239	24%	23%
Поступление ден. средств, RUB млрд	26,5	18,1	21,2	-20%	17%
Москва – продажи, тыс. кв. м	57,9	89,4	21,5	-63%	-76%
Москва – продажи, RUB млрд	17,6	19,2	11,6	-34%	-39%
Москва – сред. цена, RUB тыс./кв. м	303	214	540	78%	152%
Санкт-Петербург – продажи, тыс. кв. м	75,6	63,8	38,4	-49%	-40%
Санкт-Петербург – продажи, RUB млрд	10,4	11,9	8,1	-22%	-32%
Санкт-Петербург – сред. цена, RUB тыс./кв. м	137	187	211	54%	13%
Другие регионы – продажи, тыс. кв. м	65,1	38,9	32,8	-50%	-16%
Другие регионы – продажи, RUB млрд	9,7	6,3	5,1	-47%	-19%
Другие регионы – сред. цена, RUB тыс./кв. м	149	162	157	5%	-4%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

- Доля ипотеки в продажах во II квартале резко увеличилась и составила 44% против 63% во II квартале 2024 г. и 26% в I квартале 2025 г., что связано со снижением ставок и повышением доступности ипотеки.
- Также стоит отметить увеличение доли премиального сегмента на 52% г/г. По данным компании, в настоящий момент доля составляет около 3% в денежном эквиваленте, однако, несмотря на невысокую долю премиальных проектов в портфеле компании, они оказывают хорошую поддержку продажам за счет высокой стоимости проданного квадратного метра на уровне 700-750 тыс. руб. за кв. м.

Оценка. Нейтральный релиз, снижение продаж к 2024 г. ожидаемо. В целом компания показывает относительно стабильные продажи в текущих условиях, однако рекордно высокая база I полугодия 2024 г. привела к снижению продаж г/г. Также хотим отметить эффективную работу менеджмента по работе с долгом: заполняемость счетов на уровне 0,9x на этапе начала стройки позволило компании привлечь финансирование по ставке проектного долга в 7,7%.

Влияние. Сохраняем «Позитивный» взгляд. Устойчивые операционные результаты Эталона подтверждают наш «Позитивный» взгляд. Ждем роста ввода новых проектов и увеличения спроса при дальнейшем понижении ключевой ставки ЦБ.

## ETLN

## Позитивный взгляд

Целевая цена, руб.	120	Потенциал к цене	104%
Цена, руб.	59	Избыточная доходность *	81%
В свободном обращении	61%	Рыночная капитализация, млрд руб.	23
Средний объем торгов за 3 месяца, млн руб.	14	Стоимость компании (EV), млрд руб.	57
Прогноз	2025 г.		2026 г.
P/E скорректированный	отр.		3,5
EV/EBITDA	2,5		2,3

\* потенциал роста минус стоимость акционерного капитала

Источник: БКС Мир инвестиций

Артем Перминов, Андрей Шаров

Выкуп доли нидерландской X5 завершен, нейтрально

ИКС 5 (X5) вчера, 31 июля, объявила, что осуществила выплату нидерландской X5 за принадлежавшие той 10% акций ИКС 5 и исполнила другие связанные обязательства. Напомним, этот платеж — компенсация бывшей головной компании — нидерландской X5 Retail Group N.V. — в рамках «редомициляции» по закону об экономически значимых организациях (ЭЗО), которую провела ИКС 5.

Оценка. Нейтральное событие. Позитивный эффект от этого выкупа акций с существенным дисконтом к рыночной цене уже учтен у нас в модели. X5 не раскрыла размер платежа, но, полагаем, он был в рамках обязательств, отраженных на балансе на конец 2024 г. — 48 млрд руб. Процесс оплаты занял больше времени, чем ожидалось, но мы считаем это нейтральным для оценки.

Влияние: У нас «Позитивный» взгляд на акции X5 на горизонте года. Бумаги торгуются с оценкой 6,9x по мультипликатору P/E на базе наших прогнозов прибыли на 2025 г. против среднеисторического P/E на год вперед более 10x (2018—2025 гг.). Часть спецдивидендов за прошлые годы уже отражена в выплате за 2024 г., но мы ждем, что другая часть будет включена в промежуточные дивиденды за 2025 г. Поэтому на горизонте года мы ожидаем дивдоходность 24%, в том числе 17% по выплате в конце этого года.

## ИКС 5 (X5)

## Позитивный взгляд

Целевая цена, руб.	4 800	Потенциал к цене	66%
Цена, руб.	2 888	Избыточная доходность *	46%
В свободном обращении	30%	Рыночная капитализация, млрд руб.	704
Средний объем торгов за 3 месяца, млн руб.	2 158	Стоимость компании (EV), млрд руб.	1 446
Прогноз		2025 г.	2026 г.
P/E скорректированный		6,9	5,3
EV/EBITDA		3,1	2,6

\* потенциал роста минус стоимость акционерного капитала

Источник: БКС Мир инвестиций

Мария Суханова

Операционные результаты за II квартал — сильный рост, позитивно

Компания «Мать и дитя» вчера, 31 июля, опубликовала операционные результаты за II квартал 2025 г.

• Выручка увеличилась на 27% к аналогичному периоду предыдущего года. По нашим расчетам, рост без учета сети «Эксперт» составил 17%, учитывая вклад Эксперт в общую выручку — 7,8%, по оценке компании. Таким образом, рост без вклада Эксперт оставался сильным, на наш взгляд, на уровне прошлого квартала.

• В Москве и области (55% общей выручки) динамика выручки оставалась сильной: рост на 17% в сегменте госпиталей и на 25% в сегменте клиник. Источником роста стало увеличение заполняемости относительно новых медучреждений, открытие новых клиник, а также индексация цен и увеличение доли услуг с более высокой стоимостью.

Операционные результаты «Мать и дитя» за II квартал 2025 г.

	2K24	1K25	2K25	к/к	г/г
<b>Общая выручка, руб. млн</b>	<b>8097</b>	<b>8956</b>	<b>10 308</b>	<b>15%</b>	<b>27%</b>
Госпитали, Москва и МО	3972	4430	4658	5%	17%
Госпитали в других регионах	2163	2390	2758	15%	28%
Клиники в Москве и МО	777	882	971	10%	25%
Клиники в других регионах	1172	1225	1893	55%	62%
<b>Число медучреждений</b>	<b>56</b>	<b>65</b>	<b>86</b>	<b>32%</b>	<b>54%</b>
Госпитали, Москва и МО	5	5	5	0%	0%
Госпитали в других регионах	6	6	9	50%	50%
Клиники в Москве и МО	11	16	17	6%	55%
Клиники в других регионах	34	38	55	45%	62%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

- В других регионах рост существенно ускорился из-за консолидации Эксперт: увеличение на 28% в сегменте госпиталей и на 62% в сегменте клиник. При этом сопоставимые продажи в этих сегментах по типу услуг показывали в целом неплохую динамику.
- Основные для «Мать и дитя» операционные показатели также продемонстрировали хороший рост. Общее число проведенных родов и процедур ЭКО по компании во II квартале увеличилось на 13% и 8% соответственно. Рост в Москве и области, то есть без вклада Эксперт, был аналогичным по родам (13%) и выше по ЭКО (15%).

Оценка. Сильные результаты, в том числе без учета консолидации сети «Эксперт». Мы увидели хорошую динамику и по отдельным сегментам выручки, и по основным операционным показателям.

Влияние. У нас «Позитивный» взгляд на акции «Мать и дитя». Мы считаем, что у бизнеса привлекательные перспективы роста, а консолидация Эксперт дополнительно ускорит увеличение основных показателей в 2025–2026 гг. По нашей оценке, акции торгуются с мультипликатором P/E 8,1x на базе наших прогнозов прибыли на 2025 г., а мультипликатор P/E на год вперед находится примерно на уровне среднего за последний год. По результатам 2025 г. мы ждем дивидендность на уровне 8%.

## MDMG

## Позитивный взгляд

Целевая цена, руб.	1600	Потенциал к цене	42%
Цена, руб.	1129	Избыточная доходность *	20%
В свободном обращении	32%	Рыночная капитализация, млрд руб.	85
Средний объем торгов за 3 месяца, млн руб.	89	Стоимость компании (EV), млрд руб.	80
Прогноз	2025 г.		2026 г.
P/E скорректированный	8,1		6,8
EV/EBITDA	6,2		5,1

\* потенциал роста минус стоимость акционерного капитала

Источник: БКС Мир инвестиций

Мария Суханова

## Календарь корпоративных событий

Дата	Компания	Событие
1 августа	США	Данные по рынку труда
1 августа	Мосбиржа	Оборот торгов за предыдущий месяц
1 августа	Позитив	финансовые результаты по МСФО за II квартал 2025 г.
6 августа	Ростелеком	Финансовые результаты по МСФО за II квартал 2025 г.
7 августа	Ozon	Финансовые результаты по МСФО за II квартал 2025 г.
7 августа	Юнипро	Финансовые результаты по МСФО за II квартал 2025 г.
7 августа	ФосАгро	Финансовые результаты по МСФО за II квартал 2025 г.
8 августа	Распадская	Финансовые результаты по МСФО за I полугодие 2025 г.
11 августа	Сбер	Результаты по РСБУ за предыдущий месяц
12 августа	Юнипро	Финансовые результаты по РСБУ за II квартал 2025 г.
12 августа	Аэрофлот	Операционные показатели за июль
12 августа	Промомед	Операционные результаты за II квартал 2025 г.

Все даты предварительные, будут подтверждаться по мере появления информации от компаний