



Рынок акций

Анна Курбатова
Старший аналитик
AKurbatova@alfabank.ru

Олеся Воробьева
Аналитик
OOVorobyeva@alfabank.ru

Екатерина Тузикова
Старший отраслевой аналитик по
потребительскому сектору
ETuzikova@alfabank.ru

Ozon

Поднимаем рекомендацию до **ВЫШЕ РЫНКА** на фоне более сильных перспектив по **ЕВITDA** и прибыли

Вывод

В минувший вторник обыкновенные акции МКПАО «ОЗОН» начали торговаться на Мосбирже после редомициляции. Запуску торгов предшествовал новостной поток со стороны компании, включающий солидные результаты за 3К25 (показавшие продолжение роста GMV более чем на 50% г/г и новый рекорд квартальной EBITDA скорр.), объявление первых в истории дивидендов и запуск программы обратного выкупа акций. Мы обновили наш финансовый прогноз и целевую цену по акциям OZON с учетом новых вводных. Наша новая целевая цена на уровне 6100 руб./АО выше предыдущей оценки (4700 руб./АО) на 30% и предполагает значительный потенциал роста 51% к цене закрытия торгов 11 ноября. Соответственно, мы повышаем рекомендацию по бумаге до **ВЫШЕ РЫНКА** (ранее **НА УРОВНЕ РЫНКА**). Среди потенциальных драйверов роста мы отмечаем предстоящую финансовую отчетность за 2025П (февраль 2026 г.), в рамках которой менеджмент озвучит ориентиры по росту и маржинальности на 2026П, а также включение OZON в расчет основного индекса Мосбиржи (предположительно, в марте 2026 г.).

Сильные тренды в части роста масштаба и генерации EBITDA

- По итогам 9M25 GMV Ozon вырос на 51% г/г, продолжив сильную динамику прошлого года (+64% г/г). По оценке компании, ее доля на российском рынке e-commerce увеличилась до 26% с 24% в прошлом году и 20% в 2023 г. По итогам всего 2025П менеджмент ожидает роста GMV на 41-43% г/г, что кажется нам несколько консервативным. Наш прогноз составляет +44,5% г/г с ростом в 4K25 на 32% г/г. Как мы и ожидали в начале текущего года, 2025П GMV преодолевает планку в 4 трлн руб. и превысит масштаб бизнеса Магнита (оценка 2025П выручки с НДС - 3,85 трлн руб.). В 2026П мы прогнозируем рост GMV на 30% до 5,4 трлн руб. (на фоне роста частотности покупок и освоения новых географий), а 2025-30П CГТР составит 20%. По нашей оценке, доля Ozon на рынке e-commerce к 2030П вырастет до 35%.
- В рамках среднесрочной цели по формированию полноценного банковского бизнеса для физлиц и МСБ в течение 2025 года и в следующем году **Финтех**-направление Ozon запустит целый ряд новых финансовых продуктов для B2C- и B2B-пользователей торговой платформы, а также для аудитории за ее пределами. Мы ожидаем, что динамика финансовой вертикали останется в фокусе инвесторов и может стать источником позитивных сюрпризов на уровне операционных и финансовых показателей.
- EBITDA скорр.** группы была положительной последние пять кварталов, в первую очередь, благодаря улучшению юнит-экономики и выходу в положительную зону рентабельности E-com. По нашему прогнозу, вклад E-com в общий показатель продолжит увеличиваться – при достигнутых масштабах имеющиеся на руках у компании инструменты повышения операционной эффективности (снижение удельных затрат на выполнение одного заказа за счет глубокой детализации тарифов складских операций и автоматизации) должны обеспечить солидную генерацию маржи.
- 3K25 стал вторым подряд кварталом, когда Ozon продемонстрировал **чистую прибыль**. С учетом убытка 1K25 результат по году останется отрицательным. Выход на годовую чистую прибыль (50+ млрд руб.) мы ожидаем в 2026П, что соответствует ориентирам, озвученным менеджментом.

OZON пополнил список дивидендных бумаг. В конце 4K25 - начале 1K26 компания выплатит акционерам первые в своей истории дивиденды. 6 ноября совет директоров рекомендовал выплату 143,55 руб./АО и общим объемом около 30 млрд руб. Далее компания намерена выплачивать дивиденды два раза в год (следующий транш ожидается в конце 1П26 – начале 2П26). По итогам 2026П суммарно может быть распределена сумма, сопоставимая с 2025 DPS (мы ожидаем 30-40 млрд руб.). Мы отмечаем, что подход Ozon к вознаграждению акционеров через дивиденды похож на практику Яндекса, который начал выплачивать дивиденды с 1П24. Оба цифровых гиганта будут поддерживать интерес инвесторов выплатами два раза в год, при этом сохраняя приоритет направления свободной ликвидности в инвестиции для дальнейшего развития: годовая дивидендная доходность в обеих бумагах, по нашей оценке, составит порядка 4%, что выше большинства ИТ-компаний (1-2%), но заметно ниже дивидендных лидеров технологического сектора (MTSS и HEAD).

Инвестиционный анализ

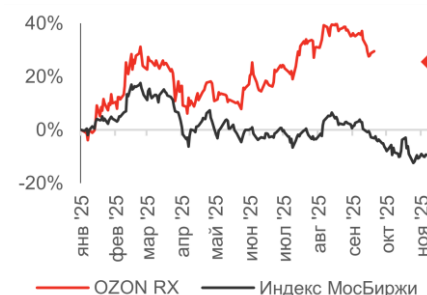
Рынок акций Информационные технологии 12 ноября 2025 г.

Рекомендация / Целевая цена

Тикер	OZON RX
Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия	4 006,5
Целевая цена	6 100
Потенциал роста	51%

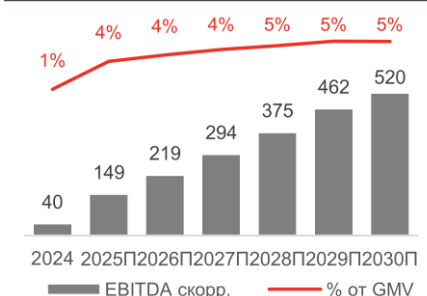
Источник: CBonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 11 ноября 2025 г.

Динамика акций с начала 2025 года



Источник: CBonds, Альфа-Банк

EBITDA скорр., млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Мультипликаторы EV/EBITDA и P/E

	2025П	2026П	2027П
Текущие			
EV/EBITDA	4,20x	2,70x	2,03x
P/E	отр.	15,16x	9,50x
Вмененные			
EV/EBITDA	9,26x	5,95x	4,47x
P/E	отр.	23,18x	14,53x

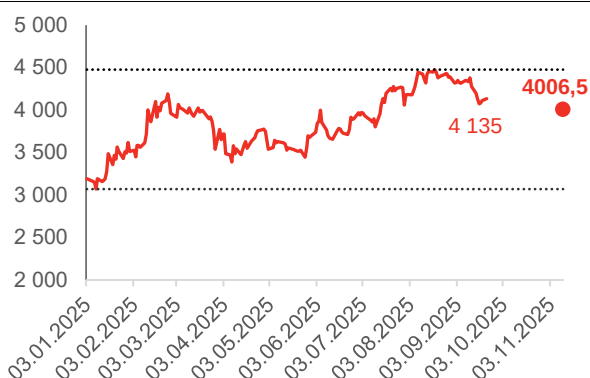
Источник: CBonds, Альфа-Банк

Возобновление торгов с цены 4 007 руб.

Торги акцией МКПАО «Озон» открылись 11 ноября котировкой на уровне 3 899,5 руб., что на 5,7% ниже цены закрытия 22 сентября (когда торги бумагой были приостановлены в связи с процедурой редомициляции). Цена закрытия на основной сессии 11 ноября составила 4 006,5 руб. (на 3,1% ниже цены закрытия 22 сентября), общий объем торгов составил 18 млрд руб. Трейдеры расценивают итоги первого дня торгов бумагой как позитивные: учитывая, что бумага не участвовала в массовой распродаже на рынке акций в октябре, ее относительная динамика была сильнее рынка.

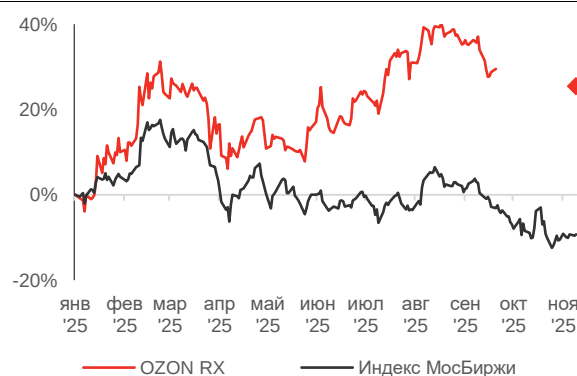
Акции МКПАО включены в первый котировальный список, ими смогут торговать физические лица. ADS Ozon Plc с начала 2025 года находились в третьем котировальном списке, физические лица не могли торговать этой бумагой.

Рис. 1: Динамика акций Ozon с начала 2025 г.



Источник: Cbonds

Рис. 2: Изменение цены акций Ozon против индекса МосБиржи с начала 2025 г.



Источник: Cbonds

Технические драйверы спроса на акцию Ozon после возобновления торгов:

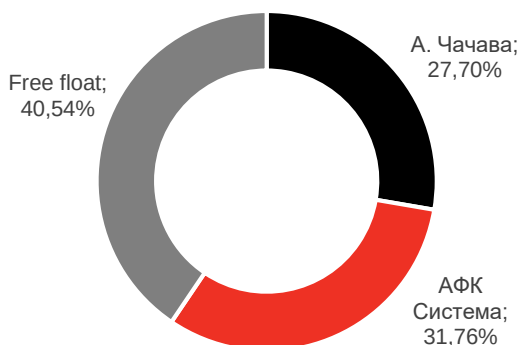
- **OZON пополнил список дивидендных бумаг: объявлена первая в истории компании выплата.** • 6 ноября совет директоров рекомендовал выплатить дивиденды по результатам 9М25 в размере 143,55 руб./АО. Дата закрытия реестра для получения дивидендов – 22 декабря. Голосование (заочное) на ВОСА по данному вопросу продлится до 10 декабря (включительно) с датой закрытия реестра для участия 17 ноября. Выплата дивидендов в краткосрочной перспективе может повысить интерес к бумаге, особенно со стороны ритейл-инвесторов. Размер дивиденда предполагает доходность 3,6% к цене закрытия на Мосбирже в первый день торгов 11 ноября. • В дальнейшем компания намерена выплачивать дивиденды два раза в год (следующий транш ожидается в конце 1П26 – начале 2П26). По итогам 2026П суммарно может быть распределена сумма, сопоставимая с 2025 DPS (мы ожидаем 30-40 млрд руб.). • Мы отмечаем, что подход Ozon к вознаграждению акционеров через дивиденды похож на практику Яндекса, который начал выплачивать дивиденды с 1П24. Оба цифровых гиганта будут поддерживать интерес инвесторов выплатами два раза в год, при этом сохраняя приоритет направления свободной ликвидности в инвестиции для дальнейшего развития: годовая дивидендная доходность в обеих бумагах, по нашей оценке, составит порядка 4%, что выше большинства ИТ-компаний (1-2%), но заметно ниже дивидендных лидеров технологического сектора (MTSS и HEAD).

- **Включение бумаги в основной индекс Мосбиржи.** Спрос на OZON со стороны институциональных инвесторов в ближайшие месяцы может быть поддержан ожиданиями включения бумаги в расчет основного индекса Мосбиржи. По оценкам нашего стратега по рынку акций Джона Волша, вес акции OZON в индексе может составить 5,6%. При этом приток средств со стороны пассивных фондов может быть ограничен 800 млн руб. Активный приток средств со стороны спекулятивных инвесторов может быть значительно выше. Тем не менее, учитывая текущую низкую ликвидность на российском рынке акций в целом мы не ожидаем существенного притока средств в рамках ребалансировки. Включение в первый котировальный список Мосбиржи, вероятно, приведет к большим объемам и активности торгов, чем потенциальное включение в индекс Мосбиржи (наиболее вероятный срок – март 2026 г.), так как лишь немногие фонды пассивно отслеживают данный индекс.
- **Обратный выкуп акций на 25 млрд руб. до конца 2026 г.** Ozon объявил о запуске программы обратного выкупа акций в целях реализации и поддержания долгосрочной программы мотивации сотрудников. Бюджет программы до конца 2026 г. составляет до 25,0 млрд. руб. На базе цены закрытия 11 ноября, объем выкупа сопоставим с 6,4 млн акций или 2,8% капитала. Выкуп будет осуществляться на рыночных условиях по правилам Мосбиржи.

Акционерный капитал. Уставный капитал МКПАО «Озон» разделен на 216 413 733 обыкновенные акции номинальной стоимостью 0,07809 руб.

В конце июля компания сообщила, что структуры Александра Чачава приобрели компанию АО «О23», которая является акционером Ozon и владеет 59 830 028 обыкновенных акций и 1 акцией класса А, что составляет 27,71% капитала компании. Текущая структура акционерного капитала, по нашей оценке, представлена на рисунке ниже.

Рис. 3: Структура акционерного капитала



Источник: оценка Альфа-Банка

Обзор результатов 3К25: рост масштабов в Е-com и Финтех сопровождается внушительной динамикой EBITDA и выходом на квартальную чистую прибыль

Е-com: рост GMV (+53% г/г до 1 102 млрд руб.) снова превысил ожидания на сильной динамике заказов. Динамика ускорилась по сравнению с 2К25 (+51% г/г), оказавшись на 6-7 п.п. выше консенсуса и наших ожиданий. За 9М25 рост GMV составил 51% г/г. В 3К25 ускорился рост количества заказов (+80% г/г), частотность составила 34 заказа в годовом выражении (+36% г/г). Выручка Е-com (включает комиссию маркетплейса, рекламу, доставку) составила 215 млрд руб. (+59% г/г, 83% выручки группы), на 6,5% выше нашей оценки. Рост выручки от продажи товаров также ускорился (+43% г/г до 63 млрд руб.).

Финтех: результаты немного выше наших прогнозов. Количество активных пользователей на конец 3К25 составило 38,6 млн (+12% кв/кв). Привлеченные средства клиентов увеличились на 26% кв/кв до внушительных 438 млрд руб. Выручка Финтеха выросла на 17% кв/кв до 54 млрд руб., включая процентную выручку на уровне 34,5 млрд руб. (+18% кв/кв). Результаты оказались немного выше наших ожиданий (выручка 51 млрд руб., процентная выручка 33,7 млрд руб.).

EBITDA в пределах диапазона оценок рынка. EBITDA в 3К25 на уровне 41,5 млрд руб. (3,8% GMV) показала очередной исторический максимум. Показатель превысил наши консервативные ожидания, но в целом оказался внутри диапазона оценок рынка (32,1-46,4 млрд руб.). EBITDA Е-com бизнеса составила 23 млрд руб. (2,1% от GMV против 2,6% в 2К25 и 0,6% годом ранее). Финтех принес скорр. EBITDA в размере 18,6 млрд руб. (+26% кв/кв, наш прогноз – 15,6 млрд руб.), рентабельность по выручке – 34,4% против 31,9% в 2К25. За 9М25 EBITDA скорр. превысила 113 млрд руб., таким образом, компания досрочно выполнила свой прежний годовой гайданс (100-120 млрд руб.).

Чистая прибыль второй квартал подряд. Группа второй квартал подряд показала чистую прибыль (2,9 млрд руб. против прибыли 359 млн руб. в 2К25).

Чистая денежная позиция (без учета обязательств по аренде) на 30 сентября составила 486 млрд руб., увеличившись на 27% по сравнению с концом 1П25.

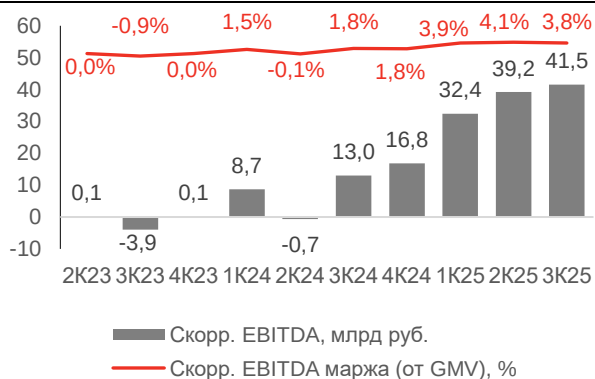
Таблица 4: Результаты Ozon за 3К25

Млрд руб.	3К24	2К25	3К25	г/г	кв/кв	3К25 Конс.	Разн., %	3К25 Альфа	Разн., %
Количество заказов, млн	371,5	539,4	667,8	80%	24%				
Количество активных покупателей, млн	53,5	60,5	63,0	18%	4%				
Частотность заказов (ед./год)	25,0	29,9	34,0	36%	14%				
Доля маркетплейса в GMV	85,9%	84,3%	84,1%	-1,8pp	-0,2pp				
GMV	718,3	958,4	1 102,2	53%	15%	1 040,4	5,9%	1 035,3	6,5%
Выручка	153,1	227,6	258,9	69%	14%	246,7	4,9%	244,0	6,1%
продажа товаров (1P)	44,0	57,4	62,7	43%	9%				
услуги	95,7	140,9	161,7	69%	15%				
Скорр. EBITDA	13,2	39,2	41,5	215%	6%	38,5	8,0%	34,3	20,9%
Скорр. EBITDA / GMV	1,8%	4,1%	3,8%	105%	-0,3pp	3,7%	0,1pp	3,3%	0,5pp
Чистая прибыль	-0,7	0,4	2,9	н/п	718%	н/д		-4,4	н/п
ОДП	75,3	179,9	133,6	78%	-26%				
Выручка e-com	135,4	189,4	214,7	59%	13%			201,6	6,5%
Выручка финтех	23,4	46,2	53,9	131%	17%			51,0	5,7%
Доля e-com в выручке	88,4%	83,2%	82,9%						
EBITDA e-com	4,5	24,5	23,0	407%	-6%			18,7	22,5%
Скорр. EBITDA (% от GMV)	0,6%	2,6%	2,1%	1,5pp	-0,5pp			1,8%	0,3pp
EBITDA финтех	8,6	14,7	18,6	115%	26%			15,6	19,2%
Скорр. EBITDA (% от выручки)	37,0%	31,9%	34,4%	-2,6pp	2,6pp			30,5%	3,9pp

Источник: данные компании, Интерфакс, Альфа-Банк

В 3К25 скорр. EBITDA обновила максимум, достигнув 41,5 млрд руб. (3,8% GMV). Одним из ключевых факторов улучшения маржи является оптимизация логистических затрат в E-com. По итогам 3К25 удельные (на 1 заказ) расходы на фулфилмент и доставку снизились на 16% г/г в результате запуска в конце 2024 г. платформы Ozon.Job и изменения системы тарификации оплаты труда (переход на оплату за каждую конкретную операцию на складе).

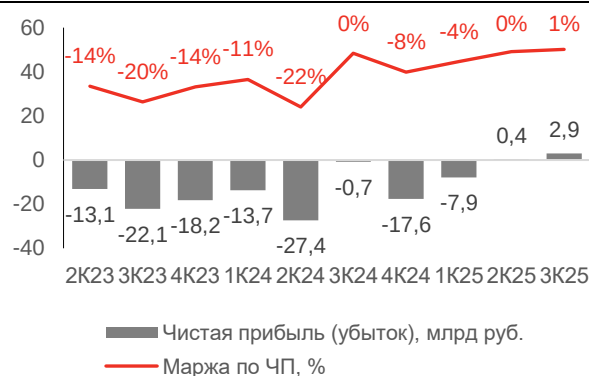
Рис. 5: Динамика скорр. EBITDA Группы



Источник: данные компании, Альфа-Банк

В 2К25 чистая прибыль Группы вышла в плюс впервые за последние два года, составив 0,4 млрд руб., а в 3К25 выросла до 2,9 млрд руб.

Рис. 6: Динамика чистой прибыли Группы



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Гайданс на 2025П снова повышен, но оставляет запас по росту и марже. Новый прогноз менеджмента предполагает рост GMV на 41-43% г/г, скорр. EBITDA составит около 140 млрд руб., рост выручки сегмента Финтех на 110% г/г. Предыдущий прогноз предполагал рост GMV на ~40% г/г, скорр. EBITDA 100-120 млрд руб. и рост выручки Финтеха на 80% г/г. Таким образом, новый гайданс предполагает GMV по году в диапазоне 4,05-4,11 трлн руб. (прирост показателя г/г на 1,18-1,24 трлн руб.) и рентабельность скорр. EBITDA 3,4-3,5% от GMV. С точки зрения перспектив 4К25П гайданс означает GMV в пределах 1,15-1,21 трлн руб. с существенным замедлением динамики до 21-27% г/г. EBITDA скорр. в 4К25 может составить 26,8 млрд руб. с маржой по GMV 2,2-2,3% (против 3,9% за 9М25). Хотя CFO Игорь Герасимов прокомментировал, что в 4К25 компания ожидает менее выраженного сезонного роста бизнеса E-com, на наш взгляд, новый гайданс оставляет запас по росту и рентабельности.

Рис. 7: Гайданс компании

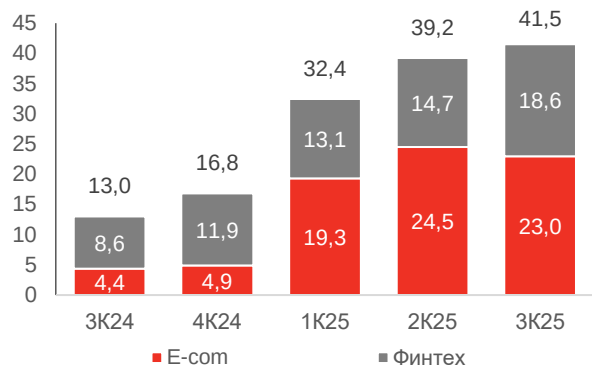
Млрд руб.	2024Ф	2025П		9М25Ф	4К25О	
		Мин.	Макс		Мин.	Макс
GMV	2 875	4 053	4 111	2 898	1 155	1 212
Рост, % г/г		41%	43%	51%	21%	27%
Прирост GMV, млрд руб. г/г (за год и в среднем за квартал)		1 179	1 236	326	202	259
EBITDA	40,1	~140		113,2	26,8	
EBITDA маржа	1,4%	3,5%	3,4%	3,9%	2,3%	2,2%

Источник: данные компании, Альфа-Банк

Е-сom превращается в мощный генератор положительной EBITDA

Структура EBITDA скорр. группы за последние пять кварталов демонстрирует существенное увеличение вклада Е-сom в общий положительный результат, в первую очередь, благодаря улучшению юнит-экономики.

Рис. 8: Доля Е-сom в общей EBITDA группы

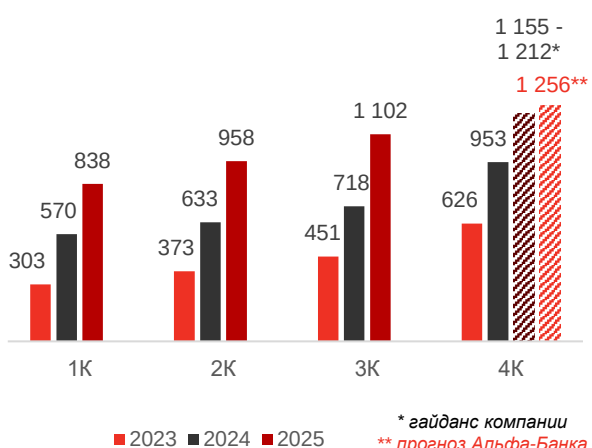


Источник: данные компании, Альфа-Банк

Ozon неизменно продолжает демонстрировать значительное увеличение товарооборота онлайн-площадки. В 3K25 квартальный показатель GMV впервые преодолел порог в 1 трлн руб. В 4K25 компания ожидает менее выраженного сезонного роста бизнеса Е-сom: становится менее заметным эффект «больших» распродаж конца года на GMV, так как компания поменяла акционную политику и проводит больше акций на протяжении всего года.

Мы ожидаем, что по итогам 4K25 GMV составит 1,26 трлн руб.

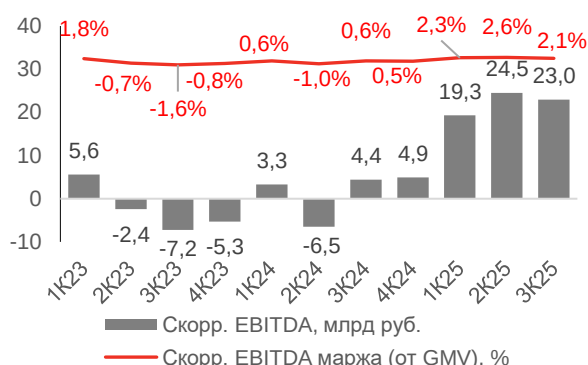
Рис. 10: GMV по кварталам, млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

В последние три квартала бизнес Е-сom генерировал EBITDA около или выше 20 млрд руб. с маржой по GMV 2,1-2,6%.

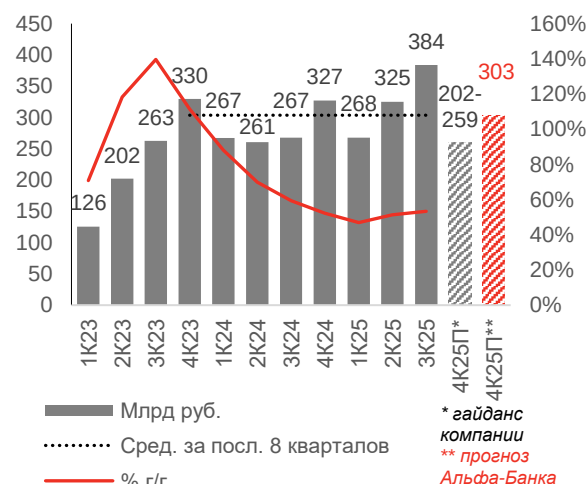
Рис. 9: Динамика скорр. EBITDA Е-сom



Источник: данные компании, Альфа-Банк

В последние 8 кварталов GMV прирастал примерно на 300 млрд руб. г/г. Хотя темпы роста постепенно замедляются, они остаются значительными – 40-50% г/г в первые три квартала текущего года. Основные драйверы, поддерживающие высокую динамику, - рост количества заказов в результате расширения активной базы клиентов и частотности покупок.

Рис. 11: Прирост GMV по кварталам в млрд руб. и динамика г/г



Источник: данные компании, Альфа-Банк

В 3К25 количество активных клиентов торговой площадки составило 63 млн, показав рост на 18% г/г. Частотность заказов выросла на 36% г/г и достигла 34 заказа в год. Мы ожидаем, что это показатель продолжит расти - Ozon целенаправленно улучшает товарное и ценовое предложение в сегменте товаров с низкой стоимостью, который интересен для массового покупателя. В среднесрочной перспективе частотность покупок продолжит постепенно расти, приближаясь к бенчмарку Amazon около 50 заказов на одного покупателя в год (в среднем один раз в неделю). Ядро покупателей Ozon, которые делают в среднем по один заказ в неделю, сейчас составляет 13 млн чел. по сравнению с 2 млн чел. в 2021-22 гг.

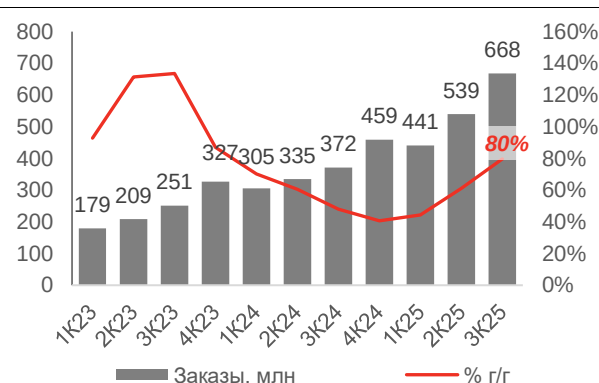
Рис. 12: Активные покупатели (млн) и частотность (заказы в год на активного покупателя)



Источник: данные компании

В результате количество заказов продолжает расти высокими темпами – рост за 9М25 составил 63%. На стороне логистики рост товарооборота поддерживается увеличением площадей распределительных и сортировочных центров и количества ПВЗ. Количество ПВЗ на 30 сентября превысило 78 тыс. (+49% г/г), площадь логистических объектов превысила 4,0 млн м2 (+31% г/г).

Рис. 13: Заказы, млн



Источник: данные компании

Анонсированные в течение 2025 года компанией планы по дальнейшему увеличению логистических мощностей свидетельствуют о расширении присутствия в регионах в ближайшие годы, что станет основой для продолжения быстрого роста GMV. Среди заявленных новых проектов в логистике до конца 2025 года и на следующие два года – строительство объектов в Калининграде, Махачкале, Якутске, Владивостоке, Адыгее, Нижнем Новгороде, Ростовской, Свердловской, Амурской областях.

Ожидаем продолжения динамичного роста рынка e-commerce. В 2025 году рост проникновения e-commerce сохранил опережающую динамику несмотря на замедление динамики общего потребления. Одним из ключевых факторов оказался стабильно крепкий курс рубля начиная с февраля. На этом фоне продавцы на маркетплейсах смогли быстрее адаптировать цены, сохранив свой уровень маржинальности. Срок трансляции более высокого курса рубля в цены традиционного ритейла был более растянутым, что стимулировало потребителей выбирать онлайн-поставщиков. Наиболее активно это проявилось в сегментах технических товаров, одежды и обуви, а также мелких товаров для дома и ремонта. По итогам 1П25 e-commerce в денежном выражении, по различным оценкам, вырос на 30-36% г/г, а по итогам 2025 года в целом мы ожидаем рост на 29% до 14,4 трлн руб.

Мы ожидаем, что проникновение онлайн в общем обороте розничной торговли продолжит повышаться и в 2030П превысит 35%. Всё более интенсивное использование Интернет-технологий в повседневном режиме и их интеграция в физический мир, а также смена поколений будут и далее стимулировать этот процесс. Весьма вероятно, что фокус конкуренции будет смещаться на другие параметры, вне бинарной оппозиции онлайн- и офлайн-каналов, как это произошло с современными торговыми форматами по сравнению с ярмарками и рынками ранее.

По нашему прогнозу, общий оборот онлайн-торговли за ближайшие пять лет удвоится.

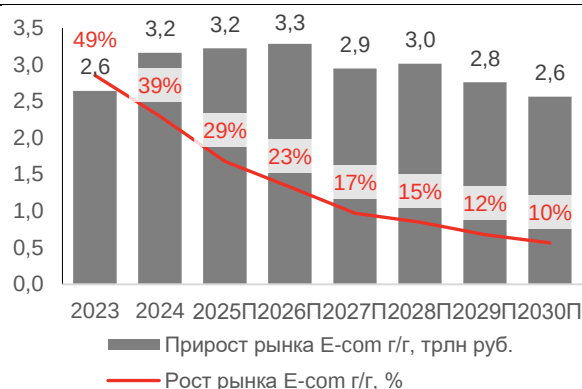
Рис. 14: Рынок e-commerce, трлн руб.



Источник: Альфа-Банк

По мере достижения зрелости рынка e-commerce и выравнивания базы сравнения, экстремальные темпы роста будут снижаться. В ближайшие пять лет средние темпы роста рынка e-commerce могут составить 15% (2025-30П СГТР), оставаясь существенно выше средних темпов роста розничной торговли в целом (СГТР в рамках базового сценария – чуть выше 5%). При этом в денежном выражении онлайн-торговля продолжит «прибавлять», по нашим оценкам, примерно по 3 трлн руб. ежегодно.

Рис. 15: Прирост рынка E-com, трлн руб. г/г



Источник: Альфа-Банк

Таблица 16: Драйверы роста рынка e-commerce

Драйверы роста	Проявление
Расширение категорий товаров с высоким средним чеком, доступных для удобной покупки онлайн с сервисным сопровождением и одновременно нормализация такого формата дорогих покупок для потребителей	→ рост чека для относительно небольшой доли транзакций, а также рост доли онлайн в таких покупках
Развитие e-grocery за счёт расширения охвата категорий и повышения уровня сервиса (точность и скорость доставки, рост качества сбора товаров, интеграция предиктивного формирования корзины)	→ увеличение частотности покупок с малым чеком
Дальнейшее расширение схем и методов оплаты, включая интеграцию BNPL-моделей	→ рост покупок товаров длительного пользования с высоким средним чеком как онлайн, так и офлайн, при этом в E-com прирост среднего чека может быть более существенным
Краткосрочно останется актуальным рост проникновения E-com в регионах и малых городах. Более существенный прирост доли E-com за счёт географической экспансии возможен в случае нормализации геополитической ситуации	→ оптимизация текущих операционных затрат на логистику в регионах за счёт развития новых хабов маркетплейсов, что мультипликативно поддержит потребление → изменение денежных объёмов потребления за счёт эффекта микса в результате разницы в регуляторной базе регионов

Источник: Альфа-Банк

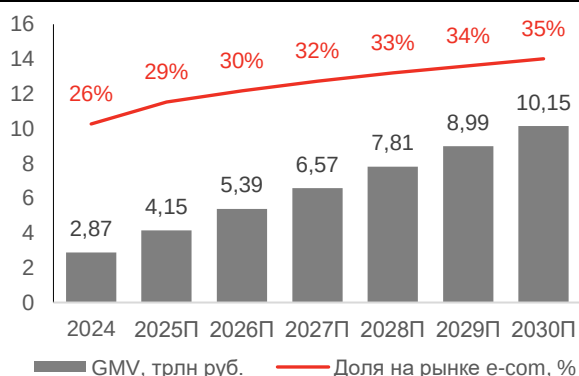
Таблица 17: Сдерживающие факторы роста рынка e-commerce

Сдерживающие факторы	Проявление
Период высоких процентных ставок ограничивает возможности для экономически эффективного развития инфраструктуры	→ фактор повышенных ставок, с учётом временного лага реализации проектов, будет сдерживать развитие E-com даже после их нормализации
Усиление запроса на регулирование маркетплейсов и цифровых площадок	→ возможные ограничения уровня субсидирования и соинвестирования площадками могут ослаблять ценовое преимущество онлайн-каналов
Смещение фокуса бизнес-моделей ключевых игроков на окупаемость и экономическую эффективность в контуре собственных экосистем	→ дальнейшее повышение комиссий и пересмотр бизнес-моделей взаимодействия с ключевыми стейкхолдерами на фоне роста расходов
Повышение рациональности потребителей	→ снижение доли спонтанных покупок, существенная часть которых приходится на маркетплейсы
Замедление темпов развития сети ПВЗ	→ этап экстенсивного развития непродуктивного онлайн-сегмента за счёт расширения клиентской базы постепенно близится к завершению, замедляясь после активного развития доставок и сетей ПВЗ маркетплейсов и крупнейших ритейлеров в последние годы

Источник: Альфа-Банк

Мы ожидаем, что GMV Озона в 2025П составит 4,15 трлн руб., что соответствует 29% доле рынка e-commerce. Согласно нашему прогнозу, GMV Озона будет расти быстрее рынка и к 2030П его доля на рынке составит 35%.

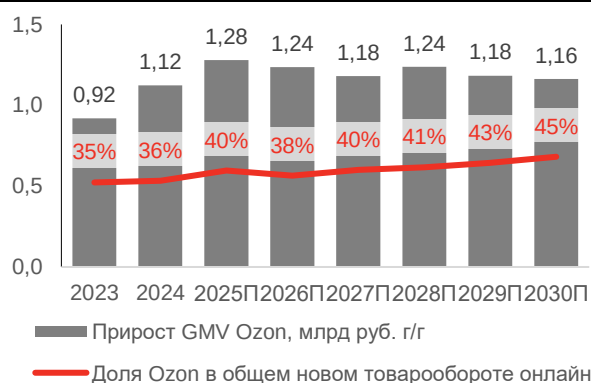
Рис. 18: GMV Озон, трлн руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Наш прогноз предполагает продолжение увеличения GMV компании более чем на 1 трлн руб. ежегодно, что составит 35-45% от общих новых объемов рынка e-commerce.

Рис. 19: Прирост GMV Ozon, трлн руб. г/г



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Финтех: амбиции стать банком первого выбора для физлиц и МСБ

Ozon банк постепенно расширяет портфель предоставляемых услуг для того, чтобы стать полноценным банком первого выбора для повседневных нужд клиентов, а не только «банком маркетплейса». На 2K25 доля внешних операций по «Ozon карте» уже превысила 55% и компания рассчитывает на дальнейший рост данного показателя за счет: 1) программы лояльности (кэшбэк на выбранные категории месяца и программа «Товары за 1 руб.» на Ozon, и клиент может в один клик менять одну на другую) и 2) разнообразия продуктовой линейки под разные паттерны поведения клиентов.

В таблице ниже перечислены прошедшие запуски новых продуктов и услуг Финтех вертикали с начала года, а также планы по развитию и запуску других продуктов.

Таблица 20: График запуска новых продуктов и услуг Финтеха

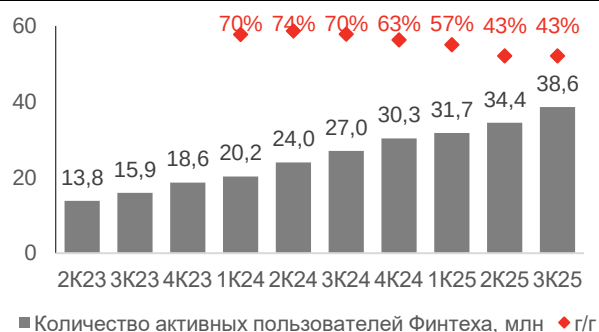
Период	Продукт	Описание
2026 г.	 Цифровой рубль	Кредитная организация готовится к подключению к платформе Банка России. Завершение этапа внедрения намечено на 20 января 2026 г., ввод в опытную эксплуатацию — 30 мая 2026 г., а ввод в промышленную эксплуатацию — 1 сентября 2026 г. Первые цифровые рубли у Ozon появятся в 2026 г.
Н/д	 Страхование ипотеки	Клиент сможет выбирать одно из нескольких предложений разных страховых компаний и получить кэшбек при оплате "Ozon картой"
До конца 2025 г. (планы)	 Дебетовая карта и платежные стикеры	Ozon банк до конца 2025 года запустит выдачу дебетовых карт через часть банкоматов, в остальных банкоматах опция появится в 2026 году. Получить карту смогут пользователи, зарегистрированные в Ozon банке и дополнительно прошедшие идентификацию через "Госуслуги". Кроме того, в 2025 году Ozon банк начнет выпуск платежных стикеров, получить которые можно будет в пунктах выдачи заказов.
До конца 2025 г. (планы)	 Автострахование	Группа Ozon до конца 2025 года планирует выйти на рынок автострахования. Страховые продукты группа продолжает развивать через страховое подразделение - "Ozon Страхование" - по партнерской модели. То есть на платформе Ozon банка будет предложено несколько вариантов страховых продуктов, и клиент сам будет решать в какой компании оформить полис.
Осень 2025 (планы)	 Собственные платежные терминалы	Осенью 2025 г. Озон-банк предоставит клиентам возможность офлайн оплаты и запустит собственные платежные терминалы. Банк сам разработал программное обеспечение для торгового эквайринга и протестировал его.
2026 год	 Инвестиционный бизнес	Инвестиционное направление Финтеха может заработать в 2026 году. - Июль 2025 г.: "Озон Капитал" зарегистрировал УК "Озон Управление активами". Компания находится в процессе получения лицензии управляющей компании на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами. - Октябрь 2025 г.: ЦБ включил ООО "Озон Капитал" в единый реестр инвестиционных советников. - Ноябрь 2025 г.: ЦБ РФ предоставил Озон банку лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности. Дилерская лицензия позволит расширить возможности банка, например, в части развития инструментов РЕПО. В 2026 году финтех-направление Ozon ожидает получить брокерскую и депозитарную лицензии.
Август	 Кредитная карта	Кредитная карта для покупок как онлайн, так и офлайн. Обслуживание кредитной карты остается бесплатным на весь срок действия. Льготный период составляет до 78 дней с кредитным лимитом до 1 млн рублей. Процентная ставка рассчитывается индивидуально. Минимальный ежемесячный платёж — 4% от суммы задолженности. Для кредитных карт, как и дебетовых, действует программа лояльности на выбор: клиенты могут получить кэшбек до 25% на выбранные категории или покупать товары за 1 рубль на Ozon. Карту можно оформить в виртуальном формате, заказать отдельную пластиковую версию или привязать к кредитному лимиту действующую Ozon Карту.
Июль	 Банкоматы	В Москве, Санкт-Петербурге и Екатеринбурге установлены 12 банкоматов Ozon Банка. До конца года сеть увеличится до 350 устройств, они появятся и в других городах России. К середине 2026 года банк планирует увеличить сеть банкоматов до 1 тыс. Клиенты, как и прежде, смогут без комиссии снимать деньги в банкоматах партнеров.
Июль	 Офлайн формат работы банка в ПВЗ	Банк открыл точки продаж в четырех ПВЗ в Москве, Екатеринбурге, Перми и Санкт-Петербурге. В этих пунктах консультируют клиентов по финансовым продуктам - помогают открыть карту, накопительный счет и другое. Этот пилотный проект продлится до конца 2025 года.

Период	Продукт	Описание
Апрель	 Интернет-эквайринг	Собственный платежный сервис Ozon Pay: любые предприниматели могут подключить интернет-эквайринг с фиксированной ставкой 2,2% вне зависимости от оборота бизнеса, абонентская плата отсутствует. Принимать онлайн-платежи можно на сайте, в интернет-магазине, в приложении и социальных сетях с любых карт российских банков или через Систему быстрых платежей (СБП). При этом 57 млн активных покупателей Ozon, которые сохранили данные карты на маркетплейсе, смогут проводить оплату у партнеров в "один клик", без дополнительного ввода своих банковских реквизитов.
Март	 Страхование	Ozon Страхование (входит в вертикаль Ozon Fintech) запустило страховой продукт для владельцев пунктов выдачи заказов (ПВЗ) — как партнеров Ozon, так и других маркетплейсов. Предприниматели могут застраховать помещение и имущество — мебель, технику, внутреннюю отделку — от взлома, пожара и потопов, а в случае ситуаций, которые приведут к временному закрытию ПВЗ, компания компенсирует простой на срок до 10 дней. Помимо этого, полис страхования включает защиту от кражи товаров, а также гражданскую ответственность перед арендодателем и другими третьими лицами. Для оформления доступны четыре тарифа с покрытием ущерба до 2,1 млн рублей, а стоимость минимальной годовой страховки составляет 9 тыс. руб. Застраховать можно всю сеть ПВЗ — даже если пункты оформлены на разные юрлица и работают с разными маркетплейсами.

Источник: данные компании, открытые источники

Количество активных клиентов Финтеха на 3К25 увеличилось на 43% г/г до 38,6 млн.

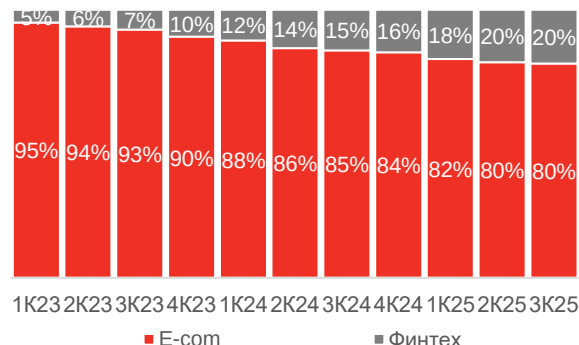
Рис. 21: Количество активных пользователей Финтеха, млн



Источник: данные Компании, Альфа-Банк

В структуре выручки Ozon сохраняется доминирующее положение сегмента E-com, но доля Финтеха постепенно становится все более значимой (80/20% в последние два квартала).

Рис. 22: Структура выручки (валовая до МСЭ)



Источник: данные Компании, Альфа-Банк

Объем привлеченных средств клиентов с начала текущего года демонстрирует значительный рост – на конец 3К25 объем приблизился к 430 млрд руб. Основные драйверы - рост спроса клиентов на расширившуюся линейку сберегательных продуктов Финтеха при увеличении базы активных клиентов

Рис. 23: Привлеченные средства клиентов



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Кредитный портфель Озон банка вырос до 117 млрд руб. на конец 3К25 (+18% кв/кв) за счет развития кредитного бизнеса Финтеха.

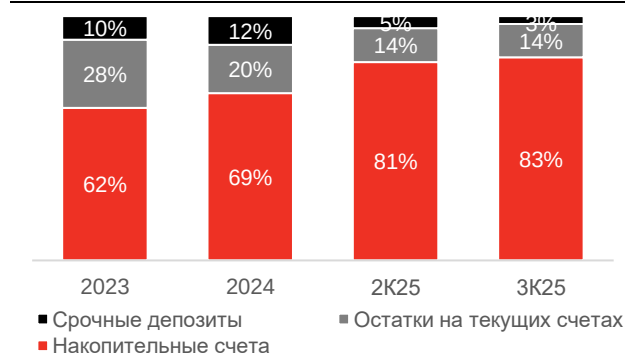
Рис. 25: Кредитный портфель



Источник: данные компании, Альфа-Банк

На конец 3К25 в структуре средств клиентов преобладают накопительные счета (83%), в то время как на срочные депозиты и остатки на текущих счетах приходится 3-14%.

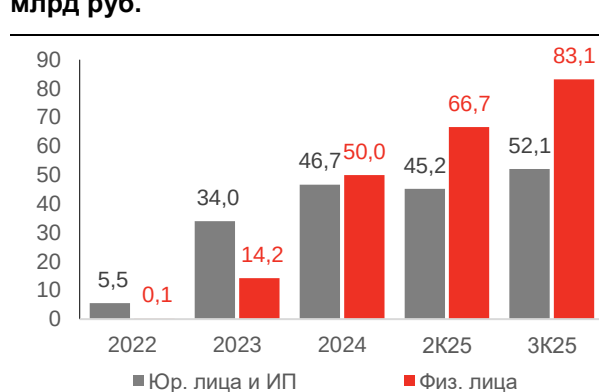
Рис. 24: Средства клиентов Ozon Финтех



Источник: данные компании

По состоянию на 30 сентября 2025 г. на физ. лица приходилось 83,1 млрд. руб. портфеля (61% кредитного портфеля до резервов), рост по сравнению с концом 1П25 составил 25% на фоне развития кредитного бизнеса.

Рис. 26: Структура кредитного портфеля, млрд руб.



Источник: данные Компании, Альфа-Банк

Выручка Финтеха в 3К25 выросла на 17% кв/кв, до 53,9 млрд руб., включая процентную выручку на уровне 35 млрд руб. (+18% кв/кв). В рамках публикации результатов за 3К25 компания представила гайданс по росту выручки направления в 2025 г. на 110% (до ~196 млрд руб.), что предполагает выручку в 4К25П на уровне не менее 57 млрд руб.

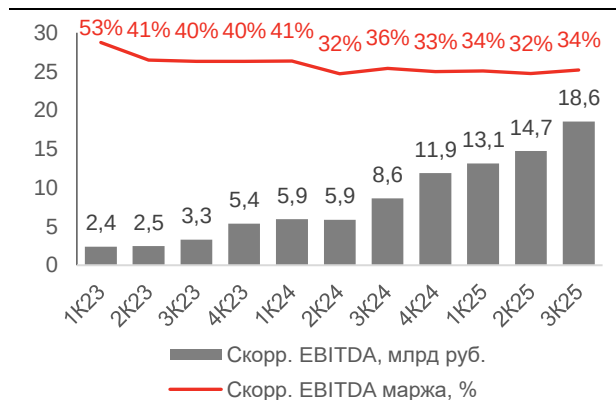
Рис. 27: Динамика выручки Финтех по направлениям



Источник: данные компании

В 3К25 Финтех принес скорр. EBITDA в размере 18,6 млрд руб. (+26% кв/кв), рентабельность по выручке составила 34%. Мы отмечаем сохранение рентабельности EBITDA Финтеха на уровне выше 30% несмотря на запуск новых продуктов и инвестиции в развитие будущих сервисов.

Рис. 28: Динамика EBITDA Финтех



Источник: данные компании

Обновление финансового прогноза

GMV. Наш прогноз на 2025П составляет +44,5% г/г с ростом в 4К25 на 32% г/г. Как мы и ожидали в начале текущего года, 2025П GMV преодолел планку в 4 трлн руб. и превысит масштаб бизнеса Магнита (оценка 2025П выручки с НДС - 3,85 трлн руб.). В 2026П мы прогнозируем рост GMV на 30% до 5,4 трлн руб. (на фоне роста частотности покупок и освоения новых географий), а 2025-30П СГТР составит 20%. По нашей оценке, доля Ozon на рынке e-commerce к 2030П вырастет до 35%.

EBITDA скорр. По нашему прогнозу, вклад E-com в общий показатель продолжит увеличиваться – при достигнутых масштабах имеющиеся на руках у компании инструменты повышения операционной эффективности (снижение удельных затрат на выполнение одного заказа за счет глубокой детализации тарифов складских операций и автоматизации) должны обеспечить солидную генерацию маржи. Мы прогнозируем маржу EBITDA E-com в среднесрочной перспективе на уровне выше 3% и стабильную маржу Финтеха (30%+). Наша оценка EBITDA скорр. группы на 2025П составляет 149 млрд руб. (выше гайданса компании), на 2026П – около 220 млрд руб.

Чистая прибыль. С учетом чистого убытка 1K25 результат по 2025 году останется отрицательным. Выход на годовую чистую прибыль (50+ млрд руб.) мы ожидаем в 2026П, что соответствует ориентирам, озвученным менеджментом.

Основные параметры финансового прогноза представлены в таблице ниже.

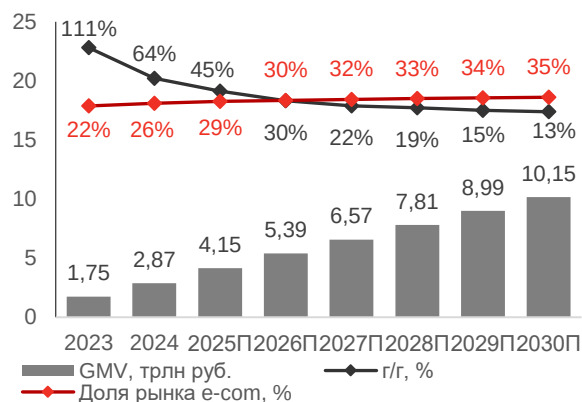


Таблица 29: Финансовый прогноз

Млрд руб.	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Оборот (GMV) вкл. сервисы (с НДС)	1 752	2 875	4 154	5 390	6 570	7 807	8 990	10 153
г/г	111%	64%	45%	30%	22%	19%	15%	13%
Прирост GMV г/г	920	1 122	1 279	1 236	1 180	1 237	1 183	1 163
Выручка								
Выручка от продажи товаров	167	196	254	300	336	370	396	423
Выручка от оказания услуг	245	369	593	828	1 057	1 269	1 509	1 731
Процентная выручка	13	51	127	147	176	221	278	336
Итого выручка	424	616	975	1 275	1 569	1 860	2 183	2 490
Валовая прибыль	43	100	223	330	429	533	639	718
Валовая маржа (% от GMV)	2,5%	3,5%	5,4%	6,1%	6,5%	6,8%	7,1%	7,1%
Операционный доход / (убыток)	-33	-10	58	104	141	180	222	235
EBITDA скорр.	6	40	149	219	294	375	462	520
EBITDA скорр./GMV	0,4%	1,4%	3,6%	4,1%	4,5%	4,8%	5,1%	5,1%
Прибыль до налогообложения	-41	-55	-23	77	117	156	198	211
Налог на прибыль	-2	-4	-13	-20	-25	-30	-37	-44
Чистая прибыль	-43	-59	-37	57	91	126	161	167
E-com								
Доля OZON на рынке e-com	22%	26%	29%	30%	32%	33%	34%	35%
Доля OZON на рынке розничной торговли	3,6%	5,3%	7,0%	8,3%	9,4%	10,4%	11,1%	11,7%
EBITDA E-com		8	80	126	178	238	295	325
EBITDA маржа E-com (% от GMV)		0,3%	1,9%	2,3%	2,7%	3,0%	3,3%	3,2%
Финтех								
Займы, выданные клиентам (КС и ДС)	47	89	142	238	422	518	743	884
г % от GMV	1,5%	2,4%	2,8%	3,5%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%
Средства клиентов и прочие финансовые обязательства Финтеха	65	265	607	794	980	1 206	1 401	1 544
г % от GMV	3,7%	5,7%	10,5%	13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	14,5%
Займы как доля от средств клиентов	72%	34%	23%	30%	43%	43%	53%	57%
Выручка Финтех	32	93	202	277	352	416	506	589
Доля Финтех в общей выручке	8%	15%	21%	22%	22%	22%	23%	24%
EBITDA Финтех		32	68	93	116	137	167	195
EBITDA маржа Финтех (от выручки)		34,7%	33,8%	33,5%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Доля EBITDA Финтех в общей EBITDA		81%	46%	42%	39%	37%	36%	37%
Сарех/GMV	1,7%	2,4%	1,6%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%
Активы в форме права пользования - % изм. г/г	73%	90%	41%	32%	24%	20%	16%	15%

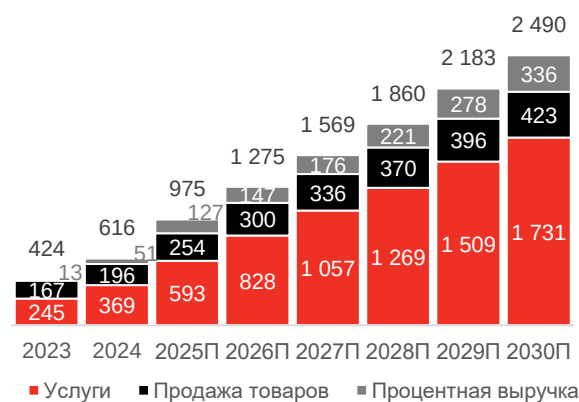
Источник: данные Компании, Альфа-Банк

Рис. 30: GMV, трлн руб.



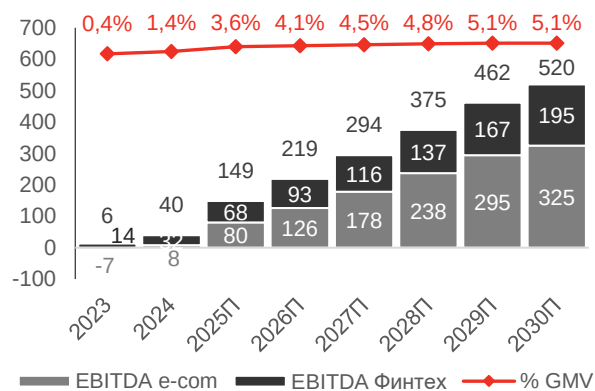
Источник: данные Компании, Альфа-Банк

Рис. 31: Выручка по сегментам, млрд руб.



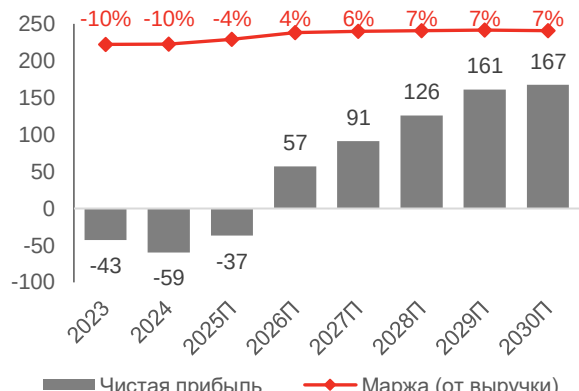
Источник: данные Компании, Альфа-Банк

Рис. 32: EBITDA по сегментам, млрд руб.



Источник: данные Компании, Альфа-Банк

Рис. 33: Чистая прибыль, млрд руб.



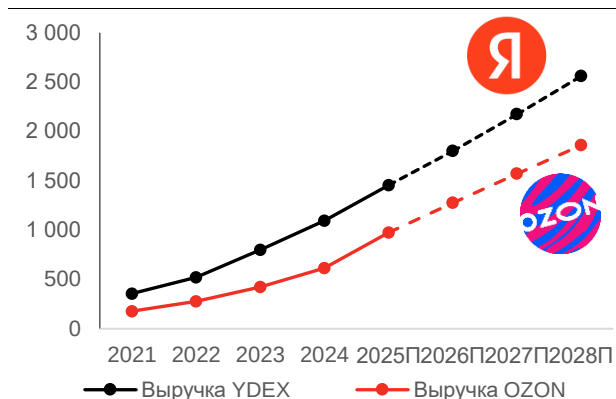
Источник: данные Компании, Альфа-Банк

В своих масштабах Ozon стремится за Яндексом

Ozon и Яндекс являются двумя крупнейшими публичными компаниями технологического сектора. Мы сравнили историческую динамику и наш прогноз выручки Ozon и Яндекса и отмечаем, что Ozon достигает масштабов российского цифрового лидера с лагом примерно в 1,5 года.

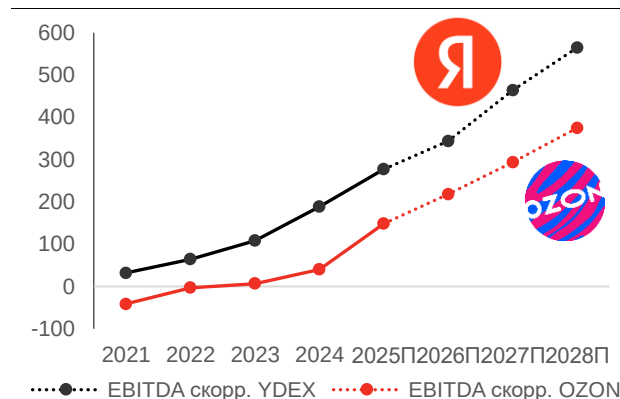
По величине EBITDA скорр., по нашим оценкам, Ozon догоняет Яндекс с лагом около двух лет.

Рис. 34: Выручка, млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Рис. 35: EBITDA скорр., млрд руб.

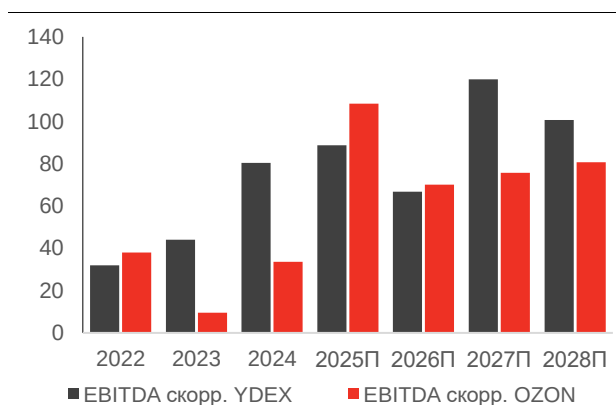


Источник: данные компании, Альфа-Банк

Наш прогноз роста EBITDA скорр. Ozon на ближайшие годы показывает, что в абсолютном выражении он будет сопоставим с динамикой показателя Яндекса.

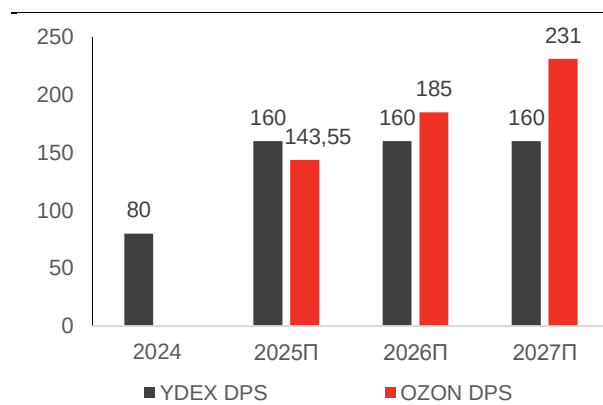
По нашим оценкам, в ближайшие два года обе компании также будут выплачивать акционерам сопоставимые по размерам дивиденды в расчете на акцию.

Рис. 36: Прирост EBITDA скорр. г/г, млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Рис. 37: Дивиденд в расчете на акцию, руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк



Новая целевая цена 6 100 руб. с потенциалом роста 51%. Мы обновили нашу целевую цену по акциям OZON в соответствии с изменением финансового прогноза. При определении справедливой стоимости бизнеса (на базе EV) и акционерного капитала Ozon мы использовали метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). В рамках расчета мы использовали WACC 26,3% (RFR 14,77%, COE 28,3%), и терминальный темп роста 4,5%. Результаты расчета представлены в таблице ниже.

Таблица 38: Расчет стоимости бизнеса (EV) методом дисконтированных денежных потоков (DCF)

Млрд. руб.	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	Терминальный период
Выручка	974,9	1 275,3	1 569,5	1 859,6	2 183,0	2 490,5	2 602,6
Валовая прибыль	223,0	330,0	429,0	532,5	638,6	717,8	750,1
Валовая рентабельность	22,9%	25,9%	27,3%	28,6%	29,3%	28,8%	28,8%
EBITDA скорр.	148,6	218,5	294,3	375,1	461,8	520,0	543,5
EBITDA скорр. маржа (от GMV)	3,6%	4,1%	4,5%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%
(минус) Амортизация ОС и НМА	-61,0	-84,9	-110,6	-136,8	-163,4	-187,2	-104,1
EBIT	58,3	103,7	140,9	180,4	222,0	234,6	439,3
(плюс) Амортизация ОС и НМА	61,0	84,9	110,6	136,8	163,4	187,2	104,1
(минус) Налог на прибыль	-13,4	-19,9	-25,3	-30,3	-37,3	-43,8	-109,8
(минус) Приобретение ОС и НМА	-65,8	-76,8	-83,2	-91,2	-98,0	-107,1	-104,1
(плюс) Нетто изменение оборотного капитала	209,1	110,1	188,5	113,3	191,6	101,5	52,1
(минус) Погашение обязательств по аренде	-29,7	-40,2	-60,0	-86,9	-110,6	-122,3	-118,8
(минус) Погашение процентов по аренде	-28,2	-37,2	-46,3	-54,4	-61,1	-67,5	-65,6
Денежный поток фирмы	191,2	124,5	225,1	167,8	269,9	182,5	197,1
Терминальный темп роста (TGR)	4,50%						
WACC	26,30%						
Период дисконтирования	0,57	1,57	2,57	3,57	4,57	5,57	
Фактор дисконтирования	0,876	0,693	0,549	0,435	0,344	0,272	
Дисконтированный денежный поток	167,4	86,3	123,5	72,9	92,9	49,7	
Приведенная стоимость дисконтированного денежного потока	592,8						
Терминальная стоимость	246,4						
Стоимость бизнеса (EV)	839,2						
Вмененный мультипликатор EV/EBITDA	5,65	3,84	2,85	2,24	1,82	1,61	
(Минус) Чистый долг без учета обязательств по аренде на 30 сентября 2025 г.	(486,45)						
Стоимость 100%акционерного капитала	1 325,6						
Количество акций, млн	216,4						
Целевая цена за акцию, руб.	6 100						
Текущая цена	4 007						
Потенциал роста	51%						

Источник: CBonds, Альфа-Банк

Наша новая целевая цена по акциям Ozon составляет **6 100 руб.**, что на 30% выше предыдущей оценки (4 700 руб.). С учетом текущего уровня котировок OZON новая целевая цена предполагает существенный (51%) фундаментальный потенциал роста. Соответственно, мы повышаем рекомендацию до **ВЫШЕ РЫНКА**.

В таблице ниже представлен расчет чувствительности целевой цены к метрикам дисконтирования – WACC и терминальному темпу роста.

Таблица 39: Чувствительность целевой цены к метрикам дисконтирования

TGR	руб.	WACC								
		22,3%	23,3%	24,3%	25,3%	26,3%	27,3%	28,3%	29,3%	30,3%
1,5%	6 600	6 400	6 300	6 100	6 000	5 800	5 700	5 600	5 500	
2,5%	6 700	6 500	6 300	6 200	6 000	5 900	5 700	5 600	5 500	
3,5%	6 800	6 600	6 400	6 200	6 100	5 900	5 800	5 700	5 600	
4,5%	6 900	6 700	6 500	6 300	6 100	6 000	5 800	5 700	5 600	
5,5%	7 000	6 800	6 600	6 400	6 200	6 000	5 900	5 800	5 600	
6,5%	7 100	6 900	6 700	6 400	6 300	6 100	5 900	5 800	5 700	
7,5%	7 300	7 000	6 800	6 500	6 300	6 200	6 000	5 900	5 700	

Источник: Альфа-Банк



Таблица 40: Финансовый прогноз

ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ									
Наименование компании:	МКПАО Озон	Целевая цена Руб./АО		6 100		Вмененные мультипликаторы			
Тикер (МОЕХ):	OZON	Текущая цена Руб./АО		4 007		2025П: 2026П:		2027П:	
Сектор:	ИТ	Рейтинг		ВЫШЕ РЫНКА		EV / GMV	0,20x	0,16x	0,13x
Рын. капитализация, млрд руб.	867,06	Потенциал роста		52%	EV / EBITDA	9,26x	5,95x	4,47x	
Доля акций в свободном обращении	40,5%				P/E	Отр.	23,18x	14,53x	
БАЛАНС, млн руб.		2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ОС и НМА		74	130	167	204	234	258	274	287
Активы в форме права пользования		118	225	316	416	515	616	717	823
Прочие долгосрочные активы		7	14	14	14	14	14	14	14
Запасы		40	42	60	72	89	96	110	119
Займы, выданные клиентам		45	88	141	237	420	516	742	882
Денежные средства и эквиваленты		170	349	705	862	1 060	1 329	1 535	1 684
Прочие краткосрочные активы		21	42	52	54	61	62	68	70
Всего активы		476	890	1 455	1 858	2 393	2 892	3 460	3 879
Торговая и прочая кредиторская задолженность		69	99	192	185	275	272	358	353
Краткосрочные заемные средства		16	42	63	19	19	19	19	19
Краткосрочные обязательства по аренде		16	25	41	54	66	77	86	95
Средства клиентов и прочие фин. обязательства		65	265	607	794	980	1 206	1 401	1 544
Прочие краткосрочные обязательства		176	300	442	574	697	822	947	1 064
Долгосрочные обязательства по аренде		109	204	282	373	457	531	594	661
Долгосрочные заемные средства		88	77	16	29	29	29	29	29
Прочие долгосрочные обязательства		4	12	12	12	12	12	12	12
Всего обязательства		543	1 023	1 655	2 041	2 535	2 967	3 445	3 777
Акционерный капитал		-67	-133	-200	-183	-142	-76	15	102
Всего обязательства и акционерный капитал		476	890	1 455	1 858	2 393	2 892	3 460	3 879
Чистый долг (вкл. об-ва по аренде)		59	-2	-304	-386	-489	-673	-807	-880
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, млн руб.		2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Оборот (GMV)		1 752,3	2 874,7	4 153,9	5 390,1	6 570,0	7 807,1	8 989,7	10 152,8
Выручка		424,3	615,7	974,9	1 275,3	1 569,5	1 859,6	2 183,0	2 490,5
Себестоимость		-379,8	-515,8	-751,8	-945,3	-1 140,5	-1 327,0	-1 544,4	-1 772,7
Валовая прибыль		44,4	99,9	223,0	330,0	429,0	532,5	638,6	717,8
Валовая рентабельность		10,5%	16,2%	22,9%	25,9%	27,3%	28,6%	29,3%	28,8%
Продажи и маркетинг		-30,7	-49,3	-58,3	-86,2	-105,1	-124,9	-143,8	-162,4
Технологии и контент		-26,9	-39,1	-55,5	-72,0	-87,8	-104,3	-120,1	-135,6
Общие и административные		-18,9	-21,3	-34,2	-44,3	-54,0	-64,2	-73,9	-83,5
Прочие доходы и расходы		-0,8	0,4	-17,3	-23,8	-41,2	-58,7	-78,8	-101,7
EBITDA скорр.		6,4	40,1	148,6	218,5	294,3	375,1	461,8	520,0
EBITDA скорр. маржа		1,5%	6,5%	15,2%	17,1%	18,7%	20,2%	21,2%	20,9%
Финансовые расходы и доходы, нетто		-5,4	-44,7	-81,4	-27,1	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Прочие неоперационные расходы / доходы		-2,8	-0,9	-0,1	0,5	0,7	0,9	1,2	1,6
Прибыль до налогообложения		-41,0	-55,2	-23,2	77,1	116,6	156,3	198,2	211,2
Налог на прибыль		-3,3	-4,3	-13,4	-19,9	-25,3	-30,3	-37,3	-43,8
Чистая прибыль / убыток		-42,7	-59,4	-36,6	57,2	91,2	126,0	160,9	167,3
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, млн руб.		2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Убыток до налогообложения		-41,0	-55,2	-23,2	77,1	116,6	156,3	198,2	211,2
Амортизация внеоборотных активов		28,1	43,3	61,0	84,9	110,6	136,8	163,4	187,2
Прочие корректировки		18,3	28,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Изменения в оборотном капитале		112,6	291,7	498,4	201,1	190,3	243,8	160,4	104,0
Проценты уплаченные		-28,3	-56,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Налог на прибыль уплаченный и погашение вознаграждений, основанных на акциях		-2,1	-3,7	-13,4	-19,9	-25,3	-30,3	-37,3	-43,8
Чистые денежные потоки от операционной деятельности		87,6	286,3	522,8	343,2	392,1	506,6	484,7	458,6
Приобретение ОС и НМА		-29,7	-70,4	-65,8	-76,8	-83,2	-91,2	-98,0	-107,1
Чистые денежные потоки от инвестиционной деятельности		-27,3	-77,5	-65,8	-76,8	-83,2	-91,2	-98,0	-107,1
Привлечение/(погашение) кредитов и займов		24,7	2,7	-40,0	-30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Погашение обязательств по аренде		-10,0	-16,8	-29,7	-40,2	-60,0	-86,9	-110,6	-122,3
Выплата дивидендов акционерам		0,0	0,0	-31,1	-40,0	-50,0	-60,0	-70,0	-80,0
Чистые денежные потоки от финансовой деятельности		14,6	-28,6	-100,8	-110,2	-110,0	-146,9	-180,6	-202,3
Чистое изменение денежных средств и их эквивалентов		74,8	180,2	356,1	156,2	198,9	268,5	206,1	149,1
ОЦЕНКА		2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
EV/GMV (x)				0,1x	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
EV/выручка (x)				0,4x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA (x)				4,2x	2,7x	2,0x	1,6x	1,3x	1,2x
P/E				-23,7x	15,2x	9,5x	6,9x	5,4x	5,2x

Источник: данные Компании, Мосбиржа, Альфа-Банк



Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник управления Акции
+7 (495) 783 5101

Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru

Управление аналитики

Начальник управления

Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталия Орлова
norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Рынок акций

Стратегия

Джон Волш
jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юлия Толстых
yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Елизавета Арбузова
eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Нефть и Газ

Никита Блохин
nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Елизавета Арбузова
eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Потребительский

Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазрян
aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Долговой рынок

Мария Радченко
mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Отраслевая аналитика

Недвижимость

Ирина Фомкина
ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

ИТ

Дмитрий Протас
dprotas@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0784991)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

Александр Зоров
azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115

Анастасия Полтавская
apoltavskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова
akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Филипп Николаев
fnikolaev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)

Электроэнергетика

Анастасия Егазрян
aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

Недвижимость

Ирина Фомкина
ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

Редактор

Максим Сухманский
msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев
didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова
porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

Никита Еуров
neurov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

Потребительский

Екатерина Тузикова
etuzikova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)

Торговые операции

Артем Белобров
abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров
makaroiv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

РЕПО

Олег Морозов
omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 6972)



© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.