

МКПАО «Яндекс»: на пути ко второму триллиону выручки

МКПАО «Яндекс» — крупнейшая компания ТМТ-сектора России, выручка которой по итогам 2024 года превысила 1 трлн руб., а к 2028 году превзойдет 2 трлн руб. Компания безусловно лидирует на рынках контекстной рекламы и райдтеха, занимает прочное положение на рынке электронной коммерции и является самым опытным игроком российской индустрии искусственного интеллекта. Мы ожидаем, что менеджмент сфокусирует стратегию на росте стоимости компании и увеличении дивидендных выплат.

YDEX.MM	Покупать		
12M целевая цена, руб.	5884,7		
Текущая цена, руб.	4289,5		
Потенциал роста	37%		
ISIN	RU000A107T19		
Капитализация, млрд руб.	1614,4		
EV, млрд руб.	1662,0		
Free float	29,0%		
Финансовые показатели, млрд. руб.			
Показатель	2024	2025E	2026E
Выручка	1094,6	1385,0	1682,0
EBITDA	188,6	288,7	370,6
Чистая прибыль	11,5	46,8	80,6
EPSЮ руб.	30,5	124,4	214,0
Дивиденд, руб.	160	168	176
Показатели рентабельности			
Показатель	2024	2025E	2026E
Маржа EBITDA	17%	21%	22%
Чистая маржа	1,0%	3,4%	4,8%
Мультипликаторы			
Показатель	LTM	2025E	
EV/EBITDA	8,8	7,8	
P/E	140,7	47,3	
DY, ao	4,0%	3,3%	

Мы присваиваем рейтинг «Покупать» акциям МКПАО «Яндекс» с целевой ценой на горизонте 12 месяцев 5884,7 руб. Апсайд составляет 37%.

С годовой выручкой 1,1 трлн руб. «Яндекс» является сегодня самой крупной компанией ТМТ-сектора России. Благодаря продолжающемуся росту рынка электронной коммерции **выручка компании в 2025 году вырастет на 26–30%, а в 2028 году превзойдет 2 трлн руб.** Если в прошлом выручка компании сильно зависела от рынка онлайн-рекламы, то сейчас она **хорошо диверсифицирована по трем крупным секторам экосистемы — поисковая реклама, онлайн-торговля и райдтех**, и компания извлекает синергетический эффект из их взаимодействия. Безусловно лидируя в поиске, контекстной рекламе и райдтехе, «Яндекс» занимает прочное положение среди крупнейших маркетплейсов и является одним из лидеров индустрии искусственного интеллекта (ИИ) в России, разрабатывает собственные большие языковые модели и интеллектуальных ассистентов, встраивая их в экосистему своих сервисов.

Финансовая устойчивость «Яндекса» существенно выше, чем у конкурирующих экосистем и маркетплейсов, благодаря накопленным запасам кеша. Результат — низкие долговые коэффициенты (соотношение «Чистый долг / EBITDA» равно 0,25). Демонстрируя рынку устойчивость, **компания выплатила дивиденды по итогам первой половины 2024 года в размере 80 руб. на акцию и приняла решение о выплате такой же суммы по итогам всего года.** Суммарная дивидендная доходность ниже, чем у операторов связи, но находится на том же уровне, что и у других публичных ИТ-компаний. Мы прогнозируем, что в силу сфокусированности основных владельцев и менеджмента компании на росте ее стоимости, дивидендная доходность будет планомерно повышаться.

Основным фактором, сдерживающим рост прибыли, будет служить необходимость значительных **затрат на конкуренцию с Ozon, Wildberries** и другими маркетплейсами. В то время как менеджмент сообщает, что «Яндекс» — одна из самых диверсифицированных

компаний мира и платформа, на которой работает более 90 сервисов, среди этих услуг немало второстепенных и низкомаржинальных, а по ряду ключевых направлений ТМТ-индустрии успехи компании — умеренные. В отличие от экосистем операторов связи и тем более банков, сейчас у «Яндекса» направление финтеха приносит лишь 8% выручки, причем вместе с развлекательными сервисами. Направление облачной инфраструктуры не входит в лидирующую пятерку поставщиков облачных услуг для бизнеса. За всю свою историю компания не сумела создать ни популярный мессенджер, ни крупную социальную сеть. Важный фактор риска — не до конца ясная стратегия компании, которая может превратиться в рыхлый, слабо управляемый конгломерат. Наконец, несмотря на то что компания является наиболее опытным отечественным разработчиком решений на базе ИИ, на статус лидеров направления сейчас претендуют Сбер и телекомы, а у массового пользователя набирают популярность ChatGPT, DeepSeek и другие глобальные сервисы.

Описание эмитента

МКПАО «Яндекс» — крупнейшая российская компания рынка телекоммуникаций, медиа и технологий (ТМТ), с годовой выручкой более триллиона рублей.

В феврале 2025 года сайт Yandex.ru занимал 1-е место в России и 12-е место в глобальном рейтинге популярности веб-сайтов Similarweb (<http://www.similarweb.com/website/yandex.ru#overview>). По данным этого источника, количество визитов на сайт «Яндекса» составляет 2,6 млрд в месяц.

Выручка компании диверсифицирована по трем крупным секторам экосистемы: поисковая реклама, онлайн-торговля и райдтех. Компания извлекает синергетический эффект из их взаимодействия, примером служит универсальное приложение «Яндекс.Go». Еще в 2009 году «Яндекс» разработал и внедрил собственный метод машинного обучения — «Матрикснет», а с 2023 года развивает генеративные модели YandexGPT и YandexART. Компания поддерживает сеть центров обработки и хранения данных, насчитывающую десятки тысяч серверов.

Генеральным директором МКПАО «Яндекс», а также ООО «Яндекс» является Артем Савиновский, который работает в компании с 2008 года, и с 2022 года руководил бизнес-группами «Плюса» и «Финтех» в компании. В совет директоров, помимо Савиновского, входят восемь неисполнительных директоров, пять из которых — в статусе независимых директоров.

Головной офис компании расположен в Москве, по адресу ул. Льва Толстого, д. 16. Численность основного персонала — 28 992, всего на компанию работает 96,6 тыс. человек.

С 4 июня 2014 года акции компании торгуются на Московской бирже, бумаги включены в котировальный список «А» первого уровня.

На 31 января 2017 года компанией всего выпущено 390 548 280 акций, включая 376 370 210 голосующих обыкновенных акций, по одной привилегированной акции классов А, Б и Г, а также 14 178 067 обыкновенных акций, принадлежащих администраторам «Программы мотивации».

Структура акционеров на 31 января 2025 представлена в таблице:

Акционеры	Доля в уставном капитале
Основные акционеры	79,2%
Администраторы «Программы мотивации»	3,6%
Акции в свободном обращении	17,2%
Всего	100,0%

Акции, принадлежащие администраторам «Программы мотивации», не предоставляют права голоса и права на получение дивидендов.

Доля акций в свободном обращении на 31 января 2025 года составляет **17,2%**.

Ключевые рынки и главные драйверы

«Яндекс» — платформа из более 90 сервисов, одна из самых диверсифицированных компаний в мире. Линейка сервисов включает поисковый, рекламный, облачный и картографический, финтех,

райдтех и фудтех, электронную коммерцию, технологии автономного вождения. «Яндекс» — пионер и крупнейший игрок российской индустрии ИИ, включая собственные большие языковые модели, в том числе и генеративный, предварительно обученный трансформер (GPT). Три крупнейшие направления бизнеса — рекламно-поисковый, электронная коммерция и райдтех. При этом рекламно-поисковое направление играет роль генератора прибыли, а электронная коммерция — главного направления роста.

Рынок онлайн-рекламы

«Яндекс» традиционно лидирует на российском рынке онлайн-рекламы. Фундаментальную базу роста этого рынка сейчас составляют увеличение времени, которое пользователи проводят в Сети, и возрастание роли поиска, изучения и приобретения товаров и сервисов по сравнению с другими видами онлайн-активности. В глобальном рейтинге Similarweb (similarweb.com) «Яндекс» занимает 12-ю позицию, опережая Amazon.com, сайт TikTok и наиболее популярную китайскую поисковую систему Baidu.com. Отметим, что в число 15 лидирующих по охвату аудитории сайтов входит только один российский («Яндекс») и только один китайский (Baidu.com), а все остальные проекты разработаны в США, включая и обслуживающий японскую аудиторию Yahoo.co.jp.

Рейтинг	Сайт	Время (мин:сек)	Кол-во страниц	Повторные посещения
1	google.com	10:46	8,7	72%
2	youtube.com	20:47	13,6	79%
3	facebook.com	10:59	13,4	70%
4	instagram.com	08:41	13,3	67%
5	x.com	12:37	12,9	70%
6	whatsapp.com	12:26	3,8	44%
7	chatgpt.com	06:47	3,8	69%
8	wikipedia.org	03:18	3,3	47%
9	reddit.com	06:07	4,9	57%
10	yahoo.com	07:43	5,5	64%
11	yahoo.co.jp	08:54	7,3	68%
12	yandex.ru	08:48	8,6	73%
13	amazon.com	05:51	8,9	67%
14	tiktok.com	04:09	7,1	58%
15	baidu.com	05:35	8,6	77%

Можно заметить, что время, которое пользователи проводят на видеосервисах и в социальных сетях (youtube.com, instagram.com, x.com и т. п.), и количество пролистываемых страниц этих сайтов заметно выше, чем в случае поисковых систем, энциклопедий и маркетплейсов (google.com, yandex.ru, baidu.com, wikipedia.org, amazon.com). Длительность посещения и большая глубина просмотра привлекательны для рекламодателей, поэтому поисковые порталы, такие как «Яндекс», активно развивают видеосервисы («Яндекс.Видео», «КиноПоиск» и т. п.). Отметим, что «Яндекс» не преуспел в деле создания собственной популярной социальной сети или мессенджера.

Суточный охват аудитории российского интернета, по данным фонда «Общественное мнение», в марте 2025 года достиг 76% совершеннолетнего населения России (в возрасте 18+). Лишь 20% респондентов отвечают интервьюерам, что не используют интернет, и эта величина практически не меняется в последние три года. Более 65% населения проводят в Сети не менее часа, не считая использования с целью работы или учебы, а 37% — не менее 2 часов.

За счет использования интернета школьниками его проникновение в возрастной группе 12 лет и старше существенно выше и составляет, по данным Mediascope, 85,5%, так что эксперты компании «Яков и Партнеры» прогнозируют, что благодаря смене поколений в 2029 году Сетью будет пользоваться уже 89% россиян (12+), т. е. 108 млн человек. Исследователи Data Insight оценивают среднее время, которое мы проводим в Сети, в 315 минут (более 5 часов!) в сутки, и полагают, что в 2029 году мы будем посвящать интернету уже четверть суток (361 минуту). Около 4% этого времени пользователь взаимодействует с электронными магазинами и маркетплейсами.

«Яндекс» доминирует на поисковом рынке России с долей 66,4%, которая за год увеличилась на 2,6 п. п. Около 110 млн пользователей в течение месяца оставляют компании поисковые запросы, а 53,2 млн — пользуются приложением «Яндекс.Го» (+12% г/г). Доля поиска компании в мобильных устройствах почти столь же велика (63,4%), в 2024 году компания нарастила ее на 3,1 п. п.

Сегмент российского рекламного рынка	2024 г., млрд руб.	Динамика к 2023 г.	Доля сегмента в совокупном рынке
Видео (ТВ+OLV)	284,8	23%	32%
Аудио (радио+диджитал)	24,6	22%	3%
Издательский бизнес	27	6%	3%
Out of Home	97,1	45%	11%
Другой офлайн	15,4	63%	2%
Интернет-сервисы	470,2	22%	53%
ИТОГО	903,6	24%	100%

Ассоциация коммуникационных агентств России (АКАР) оценила объем рекламы в интернете в 2024 году в 470,2 млрд руб., годовые темпы прироста при этом составили 22%¹. На долю онлайн сейчас приходится более половины (52,6%) всего рынка маркетинговых коммуникаций России. Для сравнения заметим, что объем телевизионной и видеорекламы за тот же период составил 284,8 млрд руб., а наружной — 81,7 млрд руб.

Перечисленное выше приводит к выводу, что умеренный рост охвата аудитории (на уровне процентного пункта в год) и интенсивности использования интернета (на уровне 4–5 п. п. в год) останутся существенными факторами роста российского рынка онлайн-рекламы. Но лишь второстепенными — при прогнозируемых темпах прироста рынка электронной коммерции +17%. Крупным драйвером роста выручки «Яндекса» в среднесрочном периоде станет электронная коммерция, с фокусом на интеграцию райдтеха, мобильного приложения и ИИ.

Электронная коммерция

¹ Источник: АКАР: <https://akarussia.ru/volumes/obem-rynka-marketingovyh-kommunikacij-v-2024-godu/>

В марте 2025 года компания «Яков и Партнеры» (ранее — «McKinsey Россия») опубликовала исследование «Развитие электронной коммерции в России», в котором оценила объем этого рынка в 12,6 трлн руб. За пять лет рынок вырос в 7,5 раза, что соответствует средним темпам прироста (CAGR) около 50% в год. Причем результаты 2024 года оказались выше ожиданий. АКИТ (akit.ru) по итогам прошлого года оценила объем рынка в 8,977 трлн руб., аналитики INFOLINE — в 11,3 трлн руб. Вклад онлайн-торговли в российский ВВП составил, соответственно, от 4,5% до 6,3%.

В течение всего пятилетнего периода рынок e-commerce консолидировался: универсальные маркетплейсы росли вдвое быстрее, в результате чего их доля в совокупном GMV (общем объеме проданных товаров и услуг) возросла в 2,8 раза — с 23% до 64%. Независимые игроки (омниканальные ритейлеры, DTC-бренды и нишевые маркетплейсы) в тот же период увеличили продажи лишь на 28% в год. Но в 2024 году темпы прироста GMV маркетплейсов снизились со 100% до 54%. Независимые магазины и нишевые маркетплейсы держат оборону в категориях с высокой долей премиальных либо специализированных товаров. Вывод о консолидации российского рынка e-commerce разделяют и исследователи Data Insight, которые акцентируют внимание на значении дополнительных услуг, предоставляемых магазинам экосистемами крупных маркетплейсов.

Две крупнейшие торговые категории (более 50% GMV) — это fashion и бытовая техника и электроника (БТЭ). До 55% товаров категории fashion и до 80% товаров сектора БТЭ продаются онлайн. Как и в прежние годы, самыми быстрорастущими категориями стали FMCG и товары для ухода за здоровьем человека и его автомобиля. Потенциал FMCG, где на долю онлайн приходится лишь 5% продаж, очевидно, наиболее велик.

Эксперты «Яков и Партнеры» построили три сценария развития e-commerce в России, вплоть до 2030 года: базовый, «американский» и «оптимистический». В базовом сценарии объем рынка электронной коммерции к 2030 году вырастет в 2,6 раза и достигнет 32,3 трлн руб.

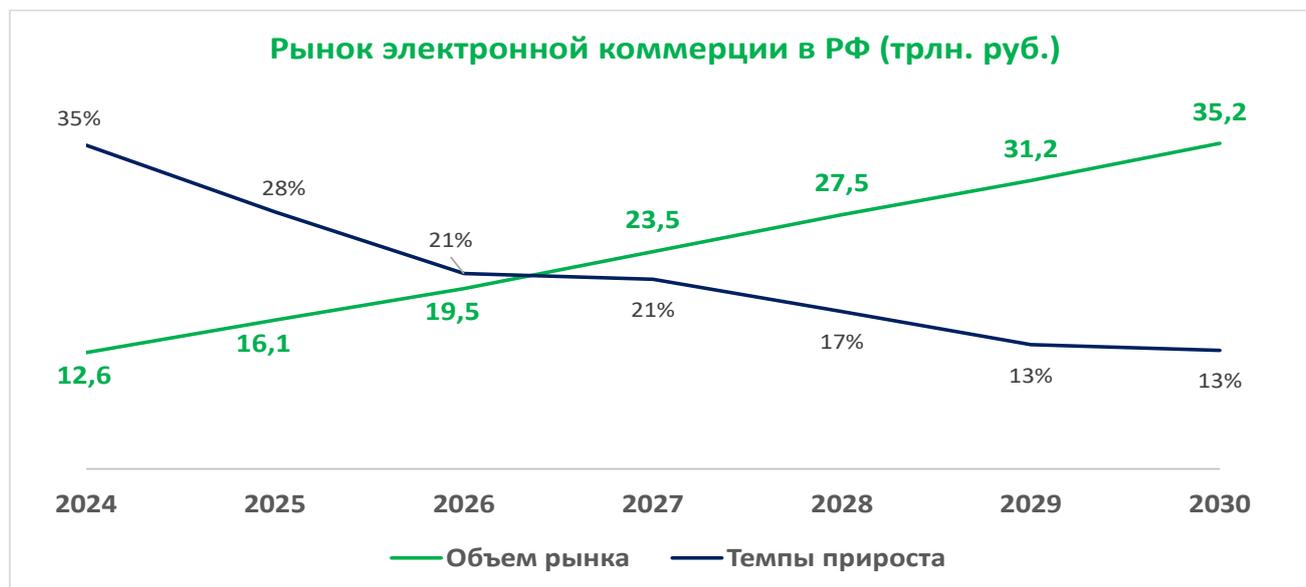


Рис. 1. Рынок электронной коммерции России. Базовый сценарий. Источник: «Яков и Партнеры»²

² Источник: «Яков и Партнеры»: <https://yakovpartners.ru/publications/ecom/>

На долю маркетплейсов при этом придется 23,2 трлн руб. «Американский» сценарий обещает такой же совокупный результат, но некоторое перераспределение рынка в пользу независимых игроков. В «оптимистическом» сценарии темпы прироста рынка в целом будут составлять 18,7% в год, а не 17%, как в двух других сценариях, объем вырастет до 35,2 трлн руб., из которых на маркетплейсы придется 23,2 трлн руб. (ранее прогноз роста рынка e-commerce до 35 млрд руб. обнародовали аналитики ВТБ). Прогнозируемые темпы прироста рынка маркетплейсов на 2025 год во всех трех сценариях составляют 31%, а на 2026 год — 26%, после чего последует замедление до 22–23% в 2027 году. Несмотря на снижение темпов, в 2027 году объем рынка маркетплейсов во всех сценариях находится на уровне 16,2–16,4 трлн руб., т. е. вдвое выше, чем в 2024 году. Фундамент для оптимизма исследователей предоставляет страновой анализ: в Южной Корее на долю e-commerce приходится 49% ритейла, в Китае — 35%, в Великобритании и США — 39%. В России, по данным Росстата, оборот розничной торговли в 2024 году составил 55,6 трлн руб. (+7,2% г/г), т. е. доля e-commerce в общем розничном торговом обороте составляет лишь 23%.

Таким образом, для e-commerce сохраняется магическая формула «в два раза за три года», которая в течение двух десятилетий описывает рост ключевых направлений расширения интернет-услуг и, по-видимому, характеризует скорость, с которой большинство потребителей способно осваивать новые поведенческие паттерны. В предыдущие годы оптимистические прогнозы, связанные с онлайн-бизнесом, как правило, перевыполнялись. К примеру, реализовавшийся сценарий, при котором в России на онлайн-рекламу приходится больше половины рекламного рынка, десять лет назад казался абсолютно фантастическим.

У «Яндекс.Маркета» есть несколько более крупных конкурентов. В опубликованном 10 марта рейтинге INFOLINE³ впереди «Яндекс.Маркета» не только Wildberries и Ozon, но и экосистема Сбера. Эти исследователи оценивают долю рынка Wildberries в 33%, Ozon — в 24%, Сбера — в 7% и «Яндекса» — тоже в 7%.

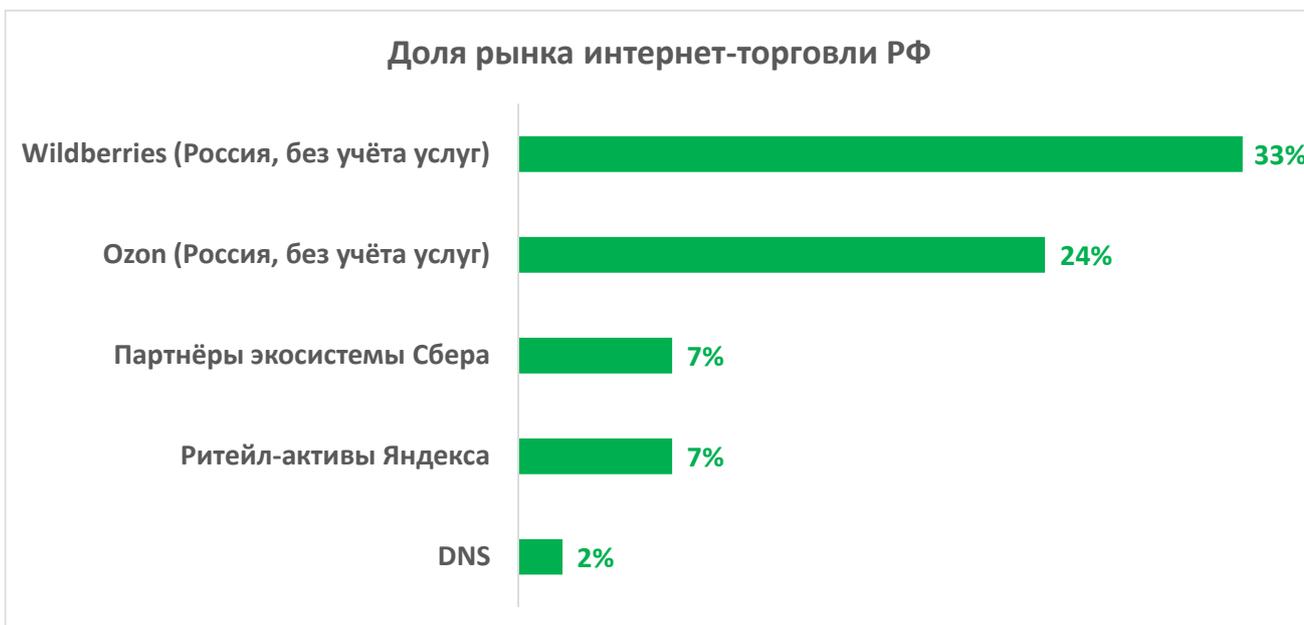


Рис. 2. Рейтинг маркетплейсов по доле рынка онлайн-торговли. Источник: INFOLINE

³ Источник: <https://www.retail.ru/news/infoline-v-2025-godu-rynok-online-torgovli-vyrastet-primerno-na-32-do-14-9-trln--10-marta-2025-261907/>



Обращает на себя внимание сходство с распределением долей игроков китайского рынка, где, согласно исследованию «Яков и Партнеры» по GMV, в 2024 году доля Taobao составляла 31%, доля JD.com — 23% и доля Pinduoduo — 19%. Этот рынок исследователи характеризуют как олигополию, в то время как на американском рынке при аналогичной доле лидера Amazon.com в 32% второй игрок Walmart с долей 9% отстает значительно сильнее.

Отсюда следует, что конкуренция на российском рынке e-commerce должна быть столь же острой, как и на китайском, и требовать больших вложений как в логистику, так и в ИТ. Действительно, 29 марта «РВБ» (объединенная компания Wildberries и рекламного холдинга Russ) озвучила общий доход продавцов (GMV) за 2024 год в объеме 2,9 трлн руб. (+44% г/г) и чистую прибыль по РСБУ в размере 104 млрд руб. (+450% г/г). Общий оборот холдинга в сегменте e-commerce превысил 4 трлн руб., увеличившись на 60% в сравнении с оборотом Wildberries в 2023 году, составлявшим 2,5 трлн руб. Здесь уместно вспомнить, что до объединения с Russ компания Wildberries оценивалась в \$10 млрд (около 866 млрд руб.), или менее, чем в половину GMV. Таким образом, по мере того как «Яндекс.Маркет» будет занимать все более высокую долю в GMV и выручке МКПАО «Яндекс», рост капитализации холдинга может отставать от роста выручки из-за падения мультипликаторов.

Отметим, что 27 февраля отчитался Ozon, оборот которого в 2024 году превысил 2,8 трлн руб. (+64% г/г), а выручка составила 615,7 млрд руб. (+45% г/г) при чистом убытке 59,4 млрд руб. Скорректированный показатель EBITDA за 2024 год достиг 40,1 млрд руб., или 1,4% от GMV.

Снижения накала конкуренции в этом году ожидать не следует. «РВБ» сообщила о намерении в 2025 году удвоить объем инвестиций в логистическую и ИТ-инфраструктуру. В 2024 году эти расходы компании составили 150 млрд руб. Капитальные затраты Ozon в 2024 году оценивают более чем в 70 млрд руб. Эта величина устанавливает порядок вложений, необходимых для конкуренции за место в «большой тройке» лидеров российской электронной коммерции.

Райдтех

На российском рынке такси работают более 400 таксомоторных компаний и 5 агрегаторов. В индустрии трудятся 2 млн водителей, а совокупный таксопарк составляет 1,2 млн автомобилей.

Безусловным лидером агрегации заказов такси является «Яндекс.Такси» с долей рынка более 94%, сервисами «Яндекс.Go» пользуется 52 млн человек в месяц. Конкурирующее такси «Максим» занимает 4% рынка, а на сервисы «Ситимобил» и «Таксовичкофф» приходится по менее 1%. Опубликованные оценки объема российского рынка такси в 2024 году составляют от 1,2 трлн руб. до 1,4 трлн руб., что в целом согласуется с общей величиной GMV сервисов райдтеха «Яндекса» в 1,467 трлн руб. за этот период, поскольку направление райдтеха включает не только такси, а еще каршеринг и аренду самокатов. Годовые темпы прироста рынка — сейчас менее 5%.

В российской столице, по оценке Департамента транспорта Москвы, на долю «Яндекса» приходится 96% заказов такси через мобильные приложения, сервис Drivee (бывший InDriver) занимает 3% рынка, «Ситимобил» — 0,86%, «Максим» — 0,14%. Прогнозируется увеличение доли «Яндекс.Go» в Москве до 98–99%. Вероятно, похожим образом дело обстоит и в других крупных городах.

Федеральная антимонопольная служба (ФАС) России держит в поле зрения сервисы «Яндекса» на рынке такси с 2017 года, когда она одобрила сделку между «Яндексом» и компанией Uber о слиянии их российских сервисов агрегации предложений такси. В феврале 2024 года она сообщила о «серьезных замечаниях» к алгоритму ценообразования сервиса и запрашивала снижение



комиссии для перевозчика. В ответ «Яндекс» объявил о планах сокращения комиссии для водителей и ребрендировал приобретенный в 2021 году сервис заказа такси «Везет» в качестве более доступной альтернативы экономклассу «Яндекс.Go». По данным «Яндекса», за прошедший год число поездок, в которых россияне оставляли таксистам чаевые, выросло на 27%, а суммарный объем чаевых — на 56%, в сумме 4,3 млрд руб.

Основные риски

- Затраты на конкуренцию с Ozon, Wildberries и другими маркетплейсами будут снижать операционную прибыльность компании.
- Благодаря доминирующему положению на рынке райдтеха и поиска ценообразование «Яндекса» становится предметом исследований, а затем и регулятивных мер ФАС.
- Компания рискует превратиться в рыхлый, слабо управляемый конгломерат. В то время как менеджмент с гордостью сообщает, что «Яндекс» — одна из самых диверсифицированных компаний мира, платформа, на которой работает более 90 сервисов, среди этих сервисов немало второстепенных и низкомаржинальных. Зато по ряду ключевых направлений успехи компании не столь значительны, как у конкурентов. Так, в отличие от экосистем операторов связи и тем более банков, финтехсервисы «Яндекса» сейчас не столь заметны, как «Яндекс.Деньги» в прошлом. Финтехнаправление вместе с развлекательными сервисами приносит экосистеме лишь 8% выручки. Направление облачной инфраструктуры компании не входит в лидирующую пятерку поставщиков облачных услуг для бизнеса, в то время как Amazon и Google в США и Сбер и «МТС» в России занимают в рейтингах более высокие места. За всю свою историю «Яндекс» не сумел создать ни популярный мессенджер, ни крупную социальную сеть, которые, как указано выше, критически важны с точки зрения времени, которое пользователь проводит в системе.
- Несмотря на то что «Яндекс» является наиболее опытным отечественным разработчиком решений на базе ИИ, которые всегда использовались в поисковой машине компании, на статус лидера ИИ сейчас активно претендуют Сбер и телекомы, а у массового пользователя набирают популярность ChatGPT, DeepSeek и другие глобальные сервисы.

Операционные и финансовые результаты

С выручкой годовой 1,1 трлн руб. «Яндекс» является сегодня самой крупной компанией ТМТ-сектора России. Следует заметить, что отнести «Яндекс» к ТМТ можно лишь с некоторой долей условности, поскольку уже 30% совокупной выручки приносит сегмент «Электронная коммерция». Действительно, выручка этого сегмента в 2024 году составила 322,333 млрд руб. и на 42% превзошла выручку «Райдтеха» (227,910 млрд руб.), лишь на четверть уступив выручке «Поиска и портала» (438,972 млрд руб.). «Электронная коммерция» росла быстрее других сегментов и, согласно прогнозу «Яков и Партнеры», сохранит двузначные темпы прироста. Несколько медленнее увеличивается выручка «Доставки и других O2O-сервисов» (+38%), при этом данный сегмент в четыре раза менее крупный.

Выручка по сегментам (млрд руб.)	2023	2024	Темп роста
Поиск и Портал	338,220	438,972	30%
Электронная коммерция, Райдтех и Доставка	419,348	592,389	41%
Райдтех	165,847	227,910	37%
Электронная коммерция	222,232	322,333	45%
Доставка и другие O2O-сервисы	55,176	76,292	38%
Внутрисегментные расчеты	(23,907)	(34,146)	43%
Сервисы объявлений	24,175	34,091	41%
Плюс и развлекательные сервисы	66,899	98,443	47%
Прочие бизнес-юниты и инициативы	78,712	123,968	57%
Межсегментные расчеты	(129,240)	(193,303)	50%
Общая выручка	798,114	1,094,560	37%

Наиболее быстрые темпы прироста выручки наблюдались в сегменте «Плюс и развлекательные сервисы» (57%) и «Прочие бизнес-юниты и инициативы», среди которых скрывается финтехнаправление, которое в последние годы активно развивают все российские экосистемы и которое, на наш взгляд, сейчас недостаточно представлено в бизнесе «Яндекса», в связи с чем можно ожидать, что холдинг предпримет поглощение финтехкомпаний.

В то время как «Электронная коммерция» — главный драйвер роста выручки «Яндекса», скорректированный показатель EBITDA по этому направлению отрицательный (-57,5 млрд руб.). Наиболее прибыльным направлением деятельности остается поисковая реклама («Поиск и Портал»), где маржинальность по скорр. EBITDA составляет 50%. Прибыльным по скорр. EBITDA с маржинальностью 35% смог стать «Райдтех», однако его вклад в EBITDA почти втрое меньше, чем у «Поиска» — 80,7 млрд руб. против 220,5 млрд руб. До тех пор пока продолжится интенсивная конкуренция с Ozon и Wilberries, «Яндексу» потребуются значительные затраты на маркетинг и логистику, поэтому «Электронная коммерция» и в ближайшие годы может остаться если не убыточным, то низкомаржинальным направлением бизнеса. Компанию ей составляют сервисы доставки («Доставка и другие O2O-сервисы») с отрицательной маржинальностью -8%, где окупаемость может, вообще говоря, оказаться недостижимой целью.

Скорр. EBITDA по сегментам	2023	2024	Маржинальность в 2024 г.
Поиск и Портал	173,036	220,539	50%
Электронная коммерция, Райдтех и Доставка	(23,919)	17,384	3%
Райдтех	52,739	80,749	35%
Электронная коммерция	(67,182)	(57,486)	-18%
Доставка и другие O2O-сервисы	(9,476)	(5,879)	-8%
Внутрисегментные расчеты	-	-	-
Сервисы объявлений	424	(589)	-2%
Плюс и развлекательные сервисы	2,943	1,562	-2%
Прочие бизнес-юниты и инициативы	(32,712)	(53,788)	-43%
Межсегментные расчеты	1,054	3,494	-
Совокупный скорр. показатель EBITDA	120,826	188,602	17%

Значительные убытки по EBITDA новых направлений роста («Прочие бизнес-юниты и инициативы») при не слишком значительном отрыве этих направлений по росту выручки могут сигнализировать, что многие из них будут закрыты. Возможно, добиться решительного прорыва в направлении финтеха, облачных сервисов или разработки программного обеспечения «Яндексу» удастся лишь в результате поглощения относительно крупной компании соответствующего направления.

В следующей таблице приведены финансовые результаты компании и наши прогнозы.

	2024	2025E	2026E	2027E
Отчет о прибылях и убытках				
Выручка	1094,6	1385,0	1682,0	1979,1
ЕБИТДА	188,6	288,7	370,6	484,3
ЕБИТ	111,7	192,0	262,0	359,2
Чистая прибыль акц.	11,5	46,8	80,6	122,2
Рентабельность				
Рентабельность EBITDA	17,2%	20,9%	22,0%	24,5%
ЕБИТ margin	10,2%	13,9%	15,6%	18,2%
NetProfit margin	1,1%	3,4%	4,8%	6,2%
ROA	1,0%	3,5%	4,8%	5,9%
Показатели денежного потока, долга и дивидендов				
CFO	203,2	311,7	377,7	451,5
CAPEX	124,7	164,1	207,7	252,3
CAPEX, % от выручки	11%	12%	12%	13%
FCFF	107,5	184,3	217,2	260,8
Займы и кредиты	260,1	353,2	501,0	750,5
Чистый долг	47,6	44,3	28,3	67,6
Чистый долг / EBITDA	0,3	0,2	0,1	0,1
DPS (руб.)	160,0	168,0	176,4	185,2
Норма выплат, % чистой прибыли	525%	135%	82%	57%

Источник: данные компании, оценки ФГ «Финам»

Оценка

Для определения целевой цены акций «Яндекса» мы использовали оценку по мультипликаторам относительно аналогов на развивающихся рынках и в России. Использовались приведенные выше прогнозы выручки, EBITDA и чистой прибыли «Яндекса» в 2025 году и соответствующие мультипликаторы.

Компания	P/E	EV/EBITDA	EV/S	P/S
Alibaba Group Holding Limited	12,9	12,4	2,1	2,3
Baidu, Inc.	9,1	3,5	1,4	1,8
Didi Global, Inc.	21,5	15,8	0,7	0,9
Meituan, Inc.	18,7	20,2	2,4	2,7
Ozon Holsings Plc	-	14,3	1,1	1,3
Tencent Holding Limited	17,5	17,0	6,5	6,6
МКПАО «ВК»	-	-	1,6	0,4

ПАО «ВИ.ру» (все инструменты)	12,2	3,9	0,3	0,3
ПАО «ВУШ Холдинг»	11,6	5,3	2,3	1,6
ПАО «Группа Аренадата»	16,4	14,0	5,1	5,3
ПАО «Группа Астра»	19,3	16,4	4,6	6,7
ПАО «МТС»	15,1	4,1	1,4	0,6
ПАО «Группа Позитив»	22,1	17,8	4,2	4,0
ПАО «Каршеринг Россия» (Делимобиль)	-	10,7	2,4	1,2
ПАО «Ростелеком»	7,9	2,5	1,0	0,3
ПАО «Софтлайн»	20,7	6,9	0,6	0,6
Медиана	16,40	12,38	1,88	1,46
Показатели для оценки	Чистая прибыль	ЕБИТДА	Выручка	Выручка
Значение показателя, млрд руб.	46,8	288,7	1385,0	1385,0
Стоимость бизнеса (EV) «Яндекса», млрд руб.	815,4	3574,4	2597,2	2062,8
Целевая капитализация «Яндекса», млрд руб.	767,8	3526,8	2549,6	2015,2

Источник: расчеты ФГ «Финам», Reuters

Средняя целевая капитализация компании рассчитывалась как простое арифметическое среднее четырех оценок капитализации, приведенных в последней строчке таблицы.

Средняя целевая капитализация, трлн руб.	2,215
Целевая цена обыкновенной акции, руб.	5884,7
<i>Для справки</i>	
Чистый долг, млрд руб.	47,6
Количество обыкновенных акций, млн шт.	376,4
Текущая цена акции, руб.	4 289,5
Потенциал роста	37%

Целевая капитализация компании составила 2,215 трлн руб., что дает целевую цену **обыкновенной** акции **5884,7 руб.** на горизонте 12 месяцев. Это соответствует потенциалу роста в размере **37%** к текущей цене. Мы присваиваем рейтинг **«Покупать»** обыкновенным акциям МКПАО «Яндекс».

Технический анализ

С конца 2024 года цена акций «Яндекса» следует восходящему долговременному тренду, осложненному эпизодическими снижениями, предоставляющими благоприятную возможность для покупки. В одном из таких эпизодических минимумов цена находится сейчас.





* Цены и другие рыночные данные указаны на время подготовки материала, выпущенного 04.04.2025.

Брокерские и консультационные услуги оказывает АО «ФИНАМ». 127006, г. Москва, пер. Настасьинский, д. 7, стр. 2, комн. 33. Более подробную информацию об услугах ФГ «Финам» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте Finam.ru или у своего менеджера.

Материал носит информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением приобрести упомянутые ценные бумаги. Приобретение иностранных ценных бумаг связано с дополнительными рисками. Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ФГ «Финам», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги / другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то что настоящий обзор составлен с максимальной тщательностью, ни его авторы, ни ФГ «Финам» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ФГ «Финам», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ФГ «Финам» категорически запрещено.