



4 марта 2025 г.

Яндекс (YDEX)

Цель: 5 727 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

На пути к новым свершениям

По итогам последних кварталов в Яндексе произошли серьезные перемены, которые стали новым этапом в развитии компании. Холдинг полностью завершил длительный процесс реорганизации, и теперь головная структура группы зарегистрирована в России, а состав акционеров обновился. Не исключено, что в будущем нас ожидает постепенная корректировка стратегии интернет-гиганта. Учитывая все изменения, мы пересмотрели наши оценки и пришли к выводу, что Яндекс по-прежнему является привлекательной компанией для инвестиций. Подобный взгляд подтвержден сильным подбором активов, позитивными прогнозами финансовых результатов и лидирующими позициями компании на рынке сразу во множестве сегментов бизнеса. По нашим оценкам, в ближайшие 5 лет выручка Яндекса будет расти с CAGR на уровне 19% и увеличится за период в 2,4 раза. EBITDA в период до 2029 г. может увеличиться более чем в 4 раза на фоне продолжающегося роста маржинальности некоторых направлений. Сильные фундаментальные показатели бизнеса, на наш взгляд, могут способствовать опережающей позитивной динамике акций группы при начале цикла снижения ставок и развороте рынка. Наша текущая рекомендация для акций Яндекса «Покупать», а целевая цена установлена на уровне **5 727 руб.** за бумагу.

По итогам реорганизации МКПАО получило все активы Yandex N.V., за исключением проектов Nebius (облачные сервисы и искусственный интеллект), Toloka (разметка данных для ИИ), Avride (беспилотный транспорт) и TripleTen (образовательный сервис), а также дата-центра в Финляндии. При этом внутри себя Яндекс может развивать все направления, включая те, к которым относятся ушедшие проекты. Выручка вышедших бизнесов по итогам 1К 2024 г. составила чуть более 1 млрд руб., а убыток на уровне скор. EBITDA превышал 6 млрд руб. Таким образом, итоговая скор. EBITDA Яндекса после реструктуризации оказывается существенно выше, а выручка почти не меняется. Мы внесли соответствующие изменения в модель, а также учли переход компании от US GAAP к МСФО.

В текущем году выручка Яндекса, согласно нашей оценке, увеличится на 32% г/г при положительной динамике во всех сегментах бизнеса. Основной вклад в рост выручки, как ожидается, продолжат вносить поиск, а также сегмент онлайн-торговли, райдтеха и доставки. EBITDA в 2025 г. может вырасти примерно на 36% г/г и, по нашим расчетам, приблизится к 260 млрд руб. Рентабельность EBITDA в таком случае немного вырастет по сравнению с показателем 2024 г. Рост маржинальности будут ограничивать инвестиции компании в ряд направлений. Прогноз группы на 2025 г. предполагает рост выручки более 30% г/г и EBITDA не менее 250 млрд руб. Ожидается также, что капитальные затраты в процентах от выручки снизятся г/г.

В перспективе 5 лет среднегодовой рост выручки компании может составить 19%. Постепенное замедление темпов роста на фоне более высокой базы сравнения может наблюдаться во всех сегментах. При этом в зрелом бизнесе поиска оно может быть сильнее, пока прочие сегменты продолжат демонстрировать более высокие результаты. EBITDA в течение 5 лет, по нашим оценкам, будет расти с CAGR 34%. Опережение выручки может быть достигнуто за счет улучшения рентабельности в ряде бизнесов, особенно в онлайн-торговле. Маржинальность группы за 5 лет, согласно нашим расчетам, может вырасти почти на 15 п.п. г/г. На наш взгляд, капитальные затраты в ближайшие годы останутся стабильны в процентах от выручки и будут находиться вблизи 10%.

Динамика индекса Мосбиржи и акций Яндекса

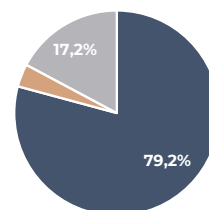


Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

YDEX	5 727
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
4 363	31,3 %
Текущая цена, руб.	Потенциал
2 568/4 709	Покупать
Мин/макс цена, 12м	Рекомендация

Структура капитала Яндекса (на 31.01.2025)



■ Основные акционеры ■ Программа мотивации ■ Free-float

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты компании за 2024 г.

Финансовые показатели, млн руб.	2023	2024	+/-
Выручка	798 114	1 094 560	37,1%
Скор. EBITDA	120 826	188 602	56,1%
Рентабельность скор. EBITDA	15,1%	17,2%	2,1 п.п.
Скор. чистая прибыль	52 100	100 900	93,7%
Рентабельность скор. чистой прибыли	6,5%	9,2%	2,7 п.п.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



По итогам процесса реорганизации Яндекс анонсировал выплату первых в своей истории дивидендов. Выплата за 1П 2024 г. была утверждена в размере 80 руб. на акцию или 29,2 млрд руб. Доходность к цене акций составила около 2%. По итогам 2024 г. менеджмент компании также рекомендовал дивиденды на ту же сумму в 80 руб. на акцию. Ранее компания не направляла средства на выплату дивидендов, полностью реинвестируя их в развитие бизнеса и обеспечение высоких темпов роста. Согласно принятой дивидендной политике МКПАО, дивиденды выплачиваются исходя из объемов чистой прибыли за период. Конкретного максимального или минимального уровня в процентах для выплат политикой не предусмотрено. За 2024 г. скор. чистая прибыль компании составила 100,9 млрд руб., что дает нам коэффициент выплат на уровне 60%. Менеджмент Яндекса сообщил, что выплачивать дивиденды планируется дважды в год. В пресс-релизе ранее сообщалось, что решение о размере выплаты было принято с учетом финансовых результатов компании, потребности в инвестициях для обеспечения будущего роста и показателей долга. На наш взгляд, прогресс в улучшении рентабельности и наращивании денежного потока должен позволить Яндексу распределять больше средств на дивиденды со временем. Тем не менее у группы все еще много направлений, требующих масштабных инвестиций, и потенциально в будущем могут появиться новые. С учетом этих факторов объем направляемых на выплаты средств может быть ограничен. Мы полагаем, что компания все еще ставит во главу угла обеспечение быстрых темпов роста и развитие своих проектов. При сохранении коэффициента выплат к скор. чистой прибыли на уровне 2024 г., по нашим оценкам, CAGR для дивидендов группы в течение 5 лет будет на уровне 40%.

Новым основным акционером компании по итогам реорганизации стал ЗПИФ «Консорциум.Первый», в который входят прежние топ-менеджеры Яндекса, а также ряд сторонних инвесторов. Помимо выплаты первых дивидендов, мы пока не видели существенных отклонений от прежней стратегии группы, но не исключаем, что они могут произойти в будущем. На наш взгляд, нахождение топ-менеджмента компании в составе акционеров в некоторой степени исключает резкие перемены курса и делает будущее бизнеса более предсказуемым.

Мы оценивали Яндекс при помощи 5-летней DCF-модели с WACC на уровне 22,2% и ставкой постпрогнозного роста 7%. В данный момент компания, по нашим расчетам, торгуется с мультипликаторами 7,5x EV/EBITDA 2025 г. и 1,3x EV/S. В случае реализации нашего прогноза и достижения целевой цены мультипликатор EV/EBITDA 2025 г. составит 9,3x (6,3x для 2026 г.). Усредненный мультипликатор EV/EBITDA для IT-сектора в России сейчас составляет около 10x, а медианное значение 8,5x. При таких показателях компания в любом случае не выглядит переоцененной, и потенциал роста остается. Мы предполагаем, что наиболее активный рост цены будет наблюдаться в период восстановления российского фондового рынка на фоне улучшения геополитических и макроэкономических условий. Также при улучшении внешних условий можно будет ожидать начало цикла снижения ставок, что благоприятно отразится на оценке в будущем. Далее более подробно про сегменты и бизнесы компании.

Реклама и поиск

Согласно данным АКАР, рекламный рынок России по итогам 9М прошлого года прибавил 25% г/г. Устойчивый высокий рост сохранялся, несмотря на уже довольно высокую базу 2023 г. Сильная динамика наблюдалась во всех основных сегментах, включая интернет-сервисы, где объем рынка увеличился на 23% г/г. Прошлый год являлся вторым годом роста рекламного рынка после ухода большинства крупных западных рекламодателей и их замены российскими игроками. По сравнению с 2022 г. рынок за 9 месяцев 2024 г. вырос на 63%. Если ранее мы могли говорить о восстановительном росте, то 2024 г. уже практически не был подвержен подобным эффектам. Последние оценки предполагают, что российский рекламный рынок за прошедший год увеличился не менее чем на 30% г/г. По расчетам Group4Media рынок вырос на 41% г/г с учетом сегмента ритейл-медиа. Реклама в интернете, по расчетам издания, могла прибавить 31% г/г и 49% г/г, если включить в расчеты онлайн-ритейл.

Структура выручки и EBITDA Яндекса за 2024 г.

Структура выручки, млн руб.	2023	2024	+/-
Выручка:	798 114	1 094 560	37,1%
Search and Portal	338 220	438 972	29,8%
eCom and Mobility and Delivery	419 348	592 389	41,3%
Classifieds	24 175	34 091	41,0%
Plus and Entertainment Services	66 899	98 443	47,2%
Other Business Units	78 712	123 968	57,5%
Eliminations	-129 240	-193 303	-49,6%

Структура скор. EBITDA, млн руб.	2023	2024	+/-
Скор. EBITDA:	120 826	188 602	56,1%
Рентабельность:	15,1%	17,2%	2,1 п.п.
Search and Portal	173 036	220 539	27,5%
Рентабельность	51,2%	50,2%	-1,0 п.п.
eCom and Mobility and Delivery	-23 919	17 384	-172,7%
Рентабельность	-5,7%	2,9%	8,6 п.п.
Classifieds	424	-589	-
Рентабельность	1,8%	-1,7%	-3,5 п.п.
Plus and Entertainment Services	2 943	1 562	-46,9%
Рентабельность	4,4%	1,6%	-2,8 п.п.
Other Business Units	-32 712	-53 788	-64,4%
Рентабельность	-41,6%	-43,4%	-1,8 п.п.
Eliminations	1 054	3 494	231,5%

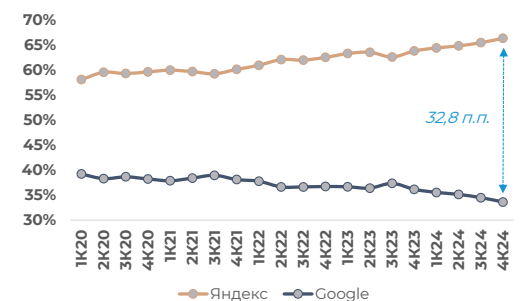
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Ожидаемый рост сегментов Яндекса

	2024	2025П	5Y CAGR
Выручка	37%	32%	19%
Search and Portal	30%	21%	14%
eCom/Mobility/Delivery	41%	35%	21%
Classifieds	41%	25%	14%
Plus and Entertainment	47%	41%	16%
Other Business Units	57%	50%	28%

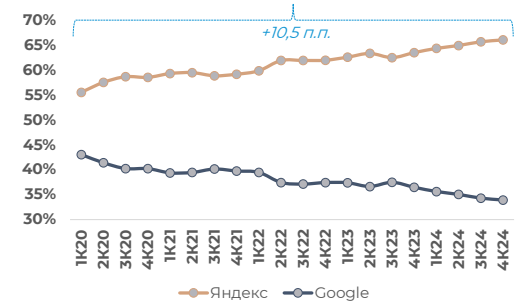
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Распределение долей в поиске на всех платформах (Россия) по запросам



Источник: Яндекс Радар; Оценка: Велес Капитал

Распределение долей в поиске на платформе Android (Россия) по запросам



Источник: Яндекс Радар; Оценка: Велес Капитал



В 2025 г. Group4Media ожидают рост рекламного рынка в России на уровне 36% г/г. Замедление экономики в совокупности со снижением потребительской активности и дорогами кредитами могут привести к замедлению темпов роста рынка, но, как заявляют аналитики, не критичному. Рост доходов от рекламы в цифровых каналах может составить 25% г/г, а в онлайн-торговле 62% г/г. В Яндексе считают такую оценку оптимистичной и не верят в столь высокий рост с учетом текущего состояния рынка. Прогноз компании предполагает рост рынка на 10-20% г/г с ускорением к концу года. Мы ориентируемся на то, что в течение ближайших 5 лет среднегодовой рост рынка интернет-рекламы составит 13% без учета размещений в сегменте онлайн-торговли. Отдельно стоит отметить, что рекламная выручка маркетплейсов в 2024 г. росла темпами даже быстрее рынка ритейл-медиа, хотя по прогнозам его динамика ожидалась на высоком уровне +70-100% г/г. Яндекс в этом плане не стал исключением и демонстрировал опережающие темпы роста выручки по данному направлению.

Доля Яндекса в поисковых запросах продолжает постепенно увеличиваться и по итогам декабря прибавила еще 2,5 п.п. г/г. При этом в 3К компания продемонстрировала самый высокий темп роста доли за один квартал с 2015 г. По итогам декабря на Яндекс приходилось более 65% всех поисковых запросов в России. Положительная динамика продолжает наблюдаться на двух основных мобильных платформах Android и iOS, а доля на каждой из них уверенно превышает 50%. Также компании удалось сделать Яндекс Браузер самым популярным поисковым инструментом в стране, обойдя Chrome от Google. Немалая заслуга в этом лежит на Нейро, а также других функциях, связанных с искусственным интеллектом и генеративными нейросетями. За последние несколько лет компания встроила множество новых функций и заметно улучшила свой поисковый инструментарий. Развитие рекламных продуктов и расширение инвентаря являются одним из основных факторов роста выручки поискового направления помимо общей динамики рынка.

Согласно нашим прогнозам, выручка поискового бизнеса Яндекса в 2025 г. увеличится на 21% г/г. Темпы роста постепенно замедляются на фоне все более высокой базы сравнения. Мы полагаем, что выручка сегмента будет расти в среднем на 14% следующие 5 лет. Подобная динамика близка к ожидаемому нами показателю CAGR для рынка интернет-рекламы и подразумевает снижение темпов роста ниже 10% только после 2029 г.

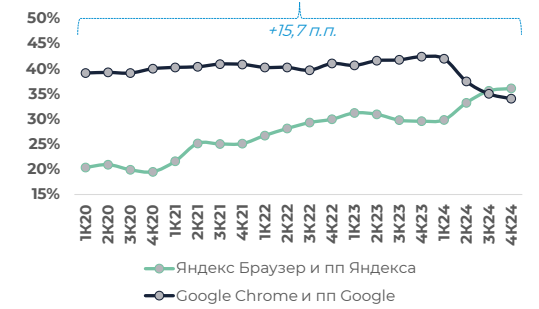
С учетом того, что Google закрыл доступ к своему рекламному инвентарю в России, рост доли в поисковых запросах уже не так явно отражается на финансовых результатах Яндекса. Тем не менее положительное влияние есть, и мы полагаем, что этот эффект продолжит оказывать воздействие на выручку компании. Сейчас рекламный бизнес Яндекса в основном конкурирует с другими рекламными направлениями, а не напрямую в поиске как раньше. С учетом этого фактора основной рост выручки происходит за счет увеличения всего рынка или прихода бюджетов из смежных сегментов. Потенциальное возвращение Google на отечественный рынок является ограниченным риском для поискового бизнеса Яндекса. Если это произойдет, мы увидим рост конкуренции на рынке, но это будет означать и общую нормализацию процессов, а также, вероятно, возвращение многих крупных зарубежных рекламодателей. При этом можно отметить, что вновь выйти на прежние объемы в России для Google будет непростой задачей, особенно с учетом потерь в объеме поисковых запросов. Также российские рекламодатели чаще предпочитают рекламную сеть Яндекса, в то время как западные игроки чаще работали с Google. Изменение ландшафта рынка в последние годы придает Яндексу дополнительную устойчивость.

Рентабельность EBITDA сегмента в текущем году может составить 50% что примерно соответствует уровню 2024 г. Компании удастся держать затраты под контролем несмотря на давление рекламных расходов и расходов на персонал, а также инвестиции (в том числе в ИИ и нейросети). В дальнейшем мы ожидаем, что рентабельность сегмента останется стабильной на близких к значениям 2025 г. уровням.

Такси, онлайн-торговля, доставка

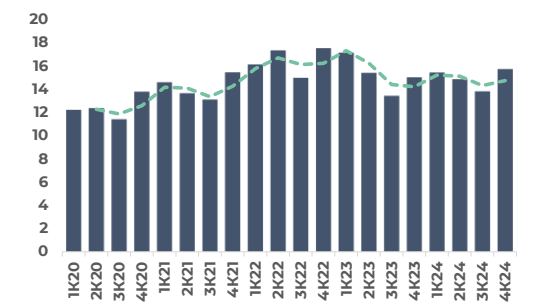
Такси, онлайн-торговля и доставка обеспечивают компании более 50%

Использование поисковых приложений в России



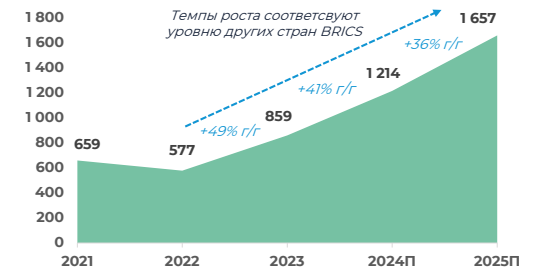
Источник: Яндекс Радар; Оценка: Велес Капитал

Динамика количества визитов на поисковые ресурсы Яндекса, млрд шт.



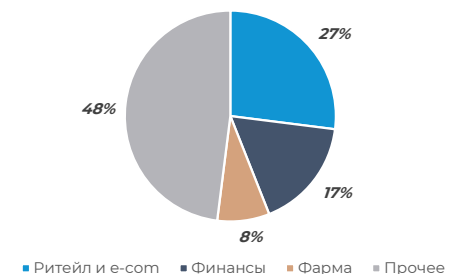
Источник: Яндекс Радар; Оценка: Велес Капитал

Объем медиарынка России, затраты на рекламу с учетом e-commerce в млрд руб. без НДС



Источник: Group4Media; Оценка: Велес Капитал

Затраты на рекламу в России по категориям



Источник: Group4Media; Оценка: Велес Капитал



выручки, и эта доля, как мы ожидаем, в ближайшие годы продолжит расти. Наибольший потенциал для Яндекса с точки зрения выручки и EBITDA по-прежнему сосредоточен в области онлайн-торговли, но остальные направления также могут продемонстрировать стабильную положительную динамику. Мы ожидаем, что выручка сегмента в целом будет расти с CAGR 21% до 2029 г. При таких темпах роста выручка может уже в 2027 г. превысить 1 трлн руб., а в 2029 г. преодолет порог в 1,5 трлн руб. При этом онлайн-торговля будет обеспечивать более 60% доходов, а сервисы городской мобильности около 30%. По мере улучшения рентабельности в онлайн-торговле EBITDA сегмента, как мы думаем, будет расти и в 2029 г. может приблизиться к 300 млрд руб., что составит около 1/3 всей EBITDA Яндекса.

Сервисы городской мобильности

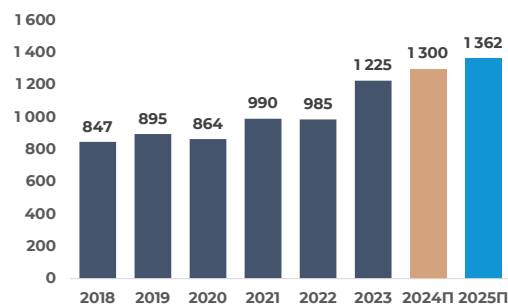
В сегменте городской мобильности, согласно нашей оценке, выручка увеличится в этом году на 26% г/г. В ближайшие 5 лет CAGR выручки направления может быть на уровне 14%. Основную часть динамики внутри сегмента по-прежнему дает рост выручки сервиса такси. Мы полагаем, что число поездок такси увеличится в этом году на 12% г/г и будет расти в среднем на 8% до 2029 г. Рост числа поездок в совокупности с увеличением среднего чека обеспечат рост GMV такси в долгосрочной перспективе.

Несмотря на зрелость российского рынка такси, он по-прежнему обеспечивает основную массу новых поездок для компании. Проникновение агрегаторов продолжает постепенно увеличиваться, а сам рынок растет в объеме последние годы. В 2023 г., по данным BusinesStat, рынок увеличился в денежном выражении на 24% г/г и превысил 1,22 трлн руб. Почти весь рост произошел на фоне повышения среднего чека и схожая динамика наблюдалась в прошлом году. По данным Росстата на середину 2024 г. рост средней стоимости 1 км. на такси составил 26% г/г. Во многом сильный рост цены на поездки связан с острым дефицитом водителей и значительным увеличением стоимости автомобилей и их обслуживания. Сервис такси Яндекса в данный момент конкурирует на отечественном рынке в основном с традиционными таксопарками. Среди агрегаторов осталось лишь два более или менее заметных игрока, доля которых на рынке не превышает 5%. По данным Дептранса Москвы, в столичном регионе доля Яндекса составляет сейчас не менее 96%. По России в целом показатель несколько ниже, но, судя по нашим расчетам на основе оценок рынка, составляет не менее 70%. В прошедшем году Яндекс запустил такси-лоукостер на базе Везет, который предоставляет пользователям поездки на 20% дешевле в условиях высокого спроса, но с более долгим ожиданием. Основной целью этого проекта является привлечение наиболее чувствительной к цене аудитории, которая пока активно не пользуется сервисом. В долгосрочной перспективе эта инициатива может дополнительно ускорить переток клиентов от традиционных игроков к агрегаторам.

Компания давно не раскрывала показатели зарубежных рынков такси, но, как мы полагаем, их доля в общем объеме поездок и GMV стабилизировалась. Согласно последним данным, доля новых рынков составляла около 35% от общего числа поездок и порядка 15% GMV. Всего сервис такси Яндекса на момент последнего анонса работал на 17 зарубежных рынках, большинство из которых это страны СНГ. Потенциал этих рынков велик в силу их невысокой зрелости по сравнению с российским, но конкуренция там может быть выше.

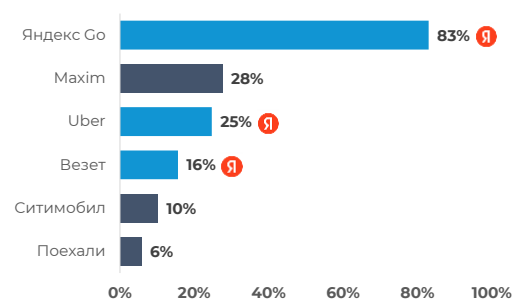
Каршеринг в данный момент не оказывает заметного воздействия на общую динамику выручку от сервисов городской мобильности. Его доля в доходах, по нашим расчетам, могла составить по итогам 2024 г. около 7%. С 2023 г. Яндекс начал активно восстанавливать прежнюю численность своего флота и на конец 4К прошлого года довел его до 19,6 тыс. автомобилей (у Делимобиль около 32 тыс.). Каршеринг Яндекса прошел период застоя с 2020 г., когда столкнулся с необходимостью замены значительной части своего автопарка. Мы полагаем, что сейчас компания вновь имеет амбиции в данном сегменте. На наш взгляд, Яндекс продолжит расширять свой флот, но влияние сервиса на общие результаты останется ограниченным. Выручка Драйва, по нашим оценкам, будет расти с CAGR 14% до 2029 г. Мы ожидаем выхода сервиса в новые

Оборот рынка такси в России, млрд руб.



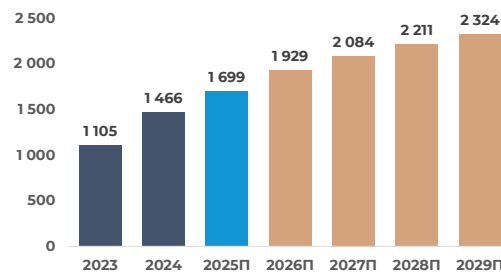
Источник: BusinesStat; Оценка: Велес Капитал

Опрос потребителей в России о том, каким сервисом такси они пользуются, октябрь 2024 г.



Источник: Роскачество; оценка: Велес Капитал

Оборот сервисов городской мобильности Яндекса, млрд руб.



Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Размер автопарка каршеринга Яндекса на конец года



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



города и постепенного расширения покрытия. В декабре проект начал работать в 6-ом российском городе, в то время как Делимобиль уже осуществляет деятельность в 13 городах. Также компания активно инвестирует в сервис аренды самокатов (кикшеринг) и уже ввела в эксплуатацию 78 тыс. СИМ на конец сентября (у лидера рынка Whoosh около 214 тыс.). Мы думаем, что Яндекс будет стремиться к лидерству по каждому из направлений.

Сегмент городской мобильности оперирует с высокой положительной рентабельностью на уровне EBITDA. Согласно недавно раскрытым данным, рентабельность подразделения в прошлом году превысила 35%. Основной вклад, как и в динамику выручки, обеспечивает бизнес такси. Так как вклад других направлений внутри городской мобильности останется ограниченным, а бизнес такси уже зрелый, рентабельность может сохраниться на схожем уровне и в будущем.

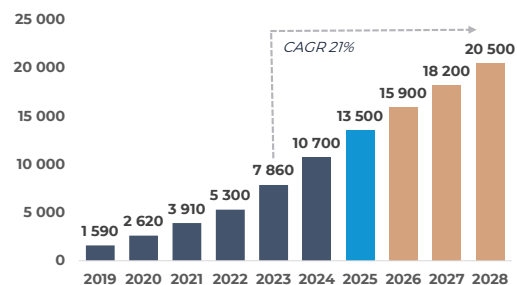
Онлайн-торговля

Онлайн-торговля остается одним из самых перспективных направлений Яндекса с точки зрения будущих выручки и EBITDA. Выручка подразделения в текущем году может увеличиться более чем на 40% г/г, а среднегодовой рост в течение 5 лет, по нашим оценкам, составит 25%. Суммарный оборот онлайн-торговли Яндекса в текущем году может приблизиться к 1,5 трлн руб. и, вероятно, увеличится еще более чем в 2 раза к концу 2029 г. Темпы роста оборота у компании, как мы ожидаем, будут опережать рынок, что позволит постепенно нарастить занимаемую долю. Согласно оценкам Data Insight, в этом году рынок онлайн торговли в России может достигнуть 13,5 трлн руб. (+26% г/г), а по итогам 2028 г. способен превысить 20,5 трлн руб. Ожидаемый средний рост за год в течение прогнозного периода для российского рынка онлайн-торговли составляет около 16%. Как мы полагаем, большую часть роста GMV для сегмента электронной коммерции Яндекса обеспечит маркетплейс.

Оборот Яндекс Маркета, по нашим оценкам, в текущем году вырастет примерно на 40% г/г. Темпы роста площадки ниже, чем у других маркетплейсов, с которыми он конкурирует. За прошлый год GMV Маркета увеличилась примерно на 47% г/г, пока Wildberries заявляли об ожидаемом росте оборота в 2024 г. не менее 60% г/г, а Ozon увеличил продажи на 64% г/г. Менеджмент Яндекса сообщал, что группа сосредоточена на операционной эффективности и осознано дистанцируется от практики непрерывающихся промоакций с глубоким субсидированием цен, что сказывается на темпах роста. При этом рост должен быть более устойчивым в долгосрочной перспективе. Фокус на операционной эффективности подтверждается и мерами площадки, вроде введенного не так давно сервисного сбора с каждого заказа в ряде регионов. Потенциально сбор позволит заметно улучшить экономику сервиса при масштабировании, в том числе за счет уменьшения числа малых и сверхмалых покупок. Мы полагаем, что Маркет продолжит увеличивать оборот опережая рынок, и его среднегодовой рост за 5 лет составит около 26%. Таким образом, как мы ожидаем, сервис не выйдет в лидеры среди маркетплейсов, но займет прочные позиции на рынке онлайн-торговли и будет качественно дополнять экосистему компании.

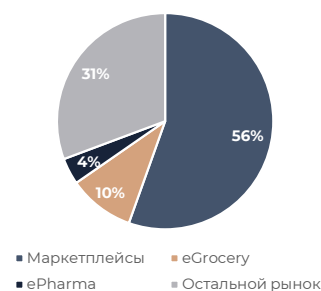
Сейчас Яндекс Маркет - это ассортимент порядка 100 млн SKU (по методологии компании) и более 97 тыс. активных продавцов. Доля ЗР в продажах по итогам 4К 2024 г. составила 91%. Мы полагаем, что IP продажи полностью не исчезнут с площадки, но и в дальнейшем будут обеспечивать относительно небольшую процент оборота. Они обходятся дороже, чем продажи маркетплейса, и компания будет стараться поддерживать своими силами только наличие наиболее востребованных товаров с высокой оборачиваемостью. Также значительная роль в IP ассортименте будет отводиться собственным торговым маркам, которых уже более 15. Большинство продавцов площадки работают за счет собственных складских помещений. Модель фулфилмента от Яндекса представляет несколько меньшую долю, так как маркетплейс стимулирует переходить на свои склады в основном продавцов с высокой оборачиваемостью. Это снижает потенциальный комиссионный доход, но и образует меньше затрат для Яндекса. Комиссии маркетплейса, как заявляют в компании, разнятся в зависимости от категории и товара, но в целом остаются на уровне или ниже чем у конкурентов. Со слов отраслевых игроков,

Динамика российского рынка онлайн-торговли, млрд руб.



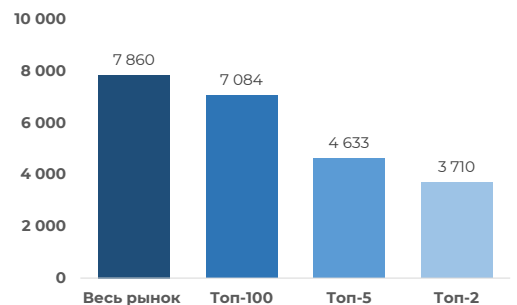
Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал

Структура рынка онлайн-торговли по объему продаж



Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал

Концентрация на российском рынке онлайн-торговли, млрд руб.



Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал

ТОП-10 игроков на рынке онлайн-торговли в России по продажам, 2023 г. (только внутренние продажи)

Ранг	Игрок	Продажи	Рост
1	Wildberries	2 144	73%
2	Ozon	1 566	103%
3	Яндекс Маркет	371	57%
4	Мегамаркет	313	417%
5	DNS	239	17%
6	Самокат	160	111%
7	Все инструменты	152	56%
8	Ситилинк	151	2%
9	Купер (Сбермаркет)	127	50%
10	Вкусвилл	127	53%

Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал



значимый рост комиссий за размещение объявлений на рынке сейчас невозможен и пространство есть только для точечных повышений. В следствие того, что комиссии маркетплейсов близки к своим пиковым значениям участникам рынка, вероятно, придется обеспечивать доходность за счет комплементарных направлений и повышения операционной эффективности. Средний уровень комиссий с учетом логистики и фулфилмента, скорее всего, будет расти на фоне увеличения затрат.

Мы ожидаем, что выручка маркетплейса будет расти средними темпами около 28% в течение 5 лет. Помимо увеличения оборота и роста комиссий, такой динамике в ближайшие годы будут способствовать сильные результаты рекламного бизнеса. Согласно итогам 4К 2024 г., рекламная выручка Маркета увеличилась примерно на 95% г/г и составила 7% оборота. В этом году объем рекламной выручки, по нашим оценкам, увеличится не менее чем на 42% г/г и будет превышать 5% GMV. Зарубежные аналоги, в частности Amazon, оперируют с рекламной выручкой в 5-6% GMV. В моменте результаты Яндекса могут превосходить этот уровень, но по итогу, как мы ожидаем, стабилизируются на схожих значениях. Постепенная рационализация рынка онлайн-торговли в России и его переход к зрелому состоянию будут способствовать улучшению рентабельности Маркета. При этом мы полагаем, что крупные инвестиции в площадку будут вливаться еще не один год и выход на положительную EBITDA произойдет на горизонте 2028-2029 гг. Целевой уровень рентабельности составляет около 3% GMV и потенциально будет достигнут к 2030 г.

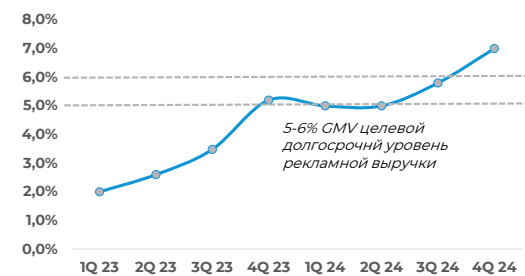
Яндекс Лавка - еще один активно развивающийся проект внутри направления онлайн-торговли компании. По нашим оценкам, выручка Лавки будет расти с CAGR 19% в течение следующих 5 лет. Во многом такой результат может быть достигнут за счет дальнейшей экспансии. В данный момент Лавка оперирует более чем 570 дарксторами, основная часть из которых расположена в Московском и Ленинградском регионах. Изменения в восприятии формата среди потребителей позволяет компании более оптимистично смотреть на его будущее развитие. В планах группы значится активное расширение в регионах и, как мы считаем, пока компания сфокусируется на городах с населением более 1 млн. На наш взгляд, в долгосрочной перспективе у проекта есть возможность как минимум удвоить число дарксторов, выходя на новые локации. Вероятно, Лавка последнее время оперировала с положительной рентабельностью EBITDA, но за счет новой программы открытий в этом году может вновь уйти в убыток. Так как обычно точке требуется всего несколько месяцев, чтобы стать рентабельной, убыток может вновь смениться положительным результатом уже в 2026 г. С 2027 г. Лавка потенциально сможет вносить весомый вклад в EBITDA сегмента, частично перекрывая убыток маркетплейса.

Выручка Яндекс Еды, согласно нашим оценкам, будет расти с 5Y CAGR на уровне 32%. Этому способствует одновременное развитие проекта в сегменте доставки готовой еды и продуктов из магазинов. Согласно оценкам, в 2024 г. россияне поставили рекорд и потратили почти 650 млрд руб. на доставку готовой еды, а число заказов выросло на 19% г/г. Мы полагаем, что две составные части бизнеса у Яндекса сейчас растут примерно равными темпами. Основной акцент Еда также делает на регионы, где активно увеличивается число заказов и подключаемых партнерских точек. Мы полагаем, что рентабельность сервиса сейчас близка к нулю и будет постепенно улучшаться в течение прогнозного периода. Результаты направления также позволят компенсировать убытки маркетплейса.

Прочие O2O

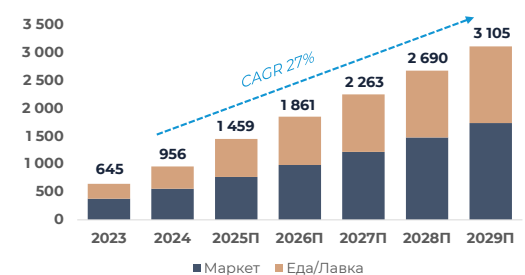
Выручка в прочих O2O за 2025 г., как мы полагаем, увеличится на 35% г/г, и будет расти с CAGR 20% в период до 2029 гг. Основную часть выручки направления в данный момент обеспечивает сервис Доставка. За счет дальнейшего развития проекта, в том числе на фоне растущего проникновения онлайн-торговли, число посылок может увеличиваться в среднем на 16% в течение прогнозного периода, а оборот на 19%. Мы считаем, что дальнейшее расширение сервиса доставки будет основным катализатором роста выручки направления прочих O2O, в то время как

Доля рекламной выручки маркетплейса Яндекса в процентах от GMV



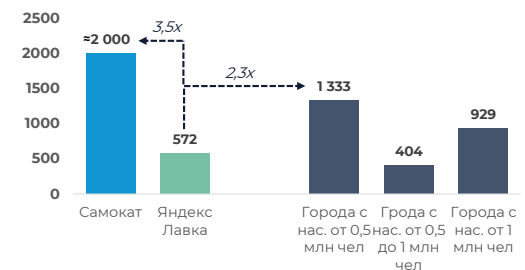
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Прогнозируемый GMV онлайн-торговли Яндекса, млрд руб.



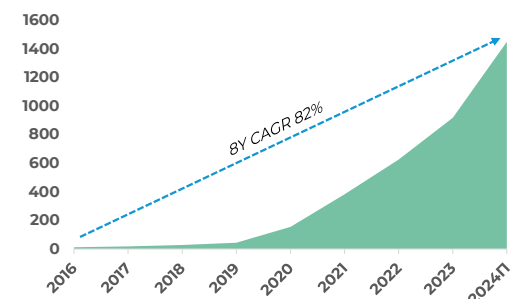
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Число дарксторов Яндекс Лавки на конец 2024 г. и потенциал открытия с учетом населения



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика рынка e-grocery в России, млрд руб. с НДС



Источник: infoLine; оценка: Велес Капитал



влияние других проектов останется ограниченным. Рентабельность EBITDA сегмента в этом году может составить около -6%. Мы полагаем, что маржинальность сервиса доставки сейчас находится вблизи нуля, но компания также направляет инвестиции в развитие других бизнесов. В частности, существенную долю GMV O2O обеспечивает проект Яндекс Заправки, который почти не генерирует выручки. Мы полагаем, что рентабельность Яндекс Доставки и, соответственно, всего направления будут постепенно улучшаться. Выход на положительную EBITDA в сегменте мы ожидаем с 2027 г. Целевой уровень рентабельности для сервиса доставки к 2029 г. в нашей модели составляет 4% GMV. Согласно оценкам компании, маржинальность проекта может быть близка к показателю сервиса такси, но несколько ниже.

Медиа, объявления и прочие инициативы

Прочие проекты, на наш взгляд, будут обеспечивать 20-25% выручки компании в ближайшие 5 лет. Мы ожидаем, что они в общей сумме будут генерировать убыток на уровне EBITDA до 2027 г. в основном из-за инвестиций. В 2029 г. на фоне постепенного увеличения маржинальности данные сервисы, по нашим оценкам, обеспечат около 10% общей EBITDA Яндекса.

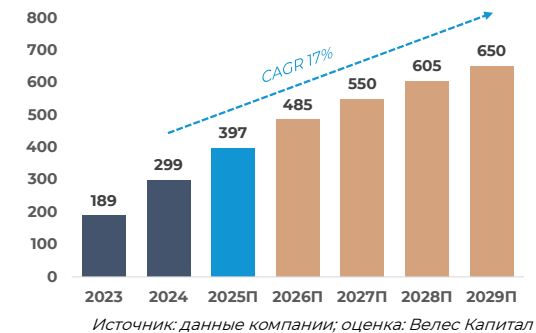
Объявления

У сервисов объявлений выручка в текущем году может увеличиться на 25% г/г, а в течение следующих 5 лет, как мы ожидаем, будет расти в среднем на 14%. Около 50% выручки сегмента сейчас приходится на проект Авто.ру, а значительная часть остальных доходов на более молодые сервисы Недвижимость и Путешествия. У сервиса Яндекс Путешествия, по нашему мнению, есть большой потенциал роста, и не исключено, что именно он будет приносить основную часть выручки сегмента в долгосрочной перспективе. EBITDA текущего года, вероятно, будет находиться вблизи нуля. Авто.ру оперирует с положительной маржинальностью, но компания направляет значительные инвестиции на развитие молодых проектов. В перспективе 5 лет, на наш взгляд, все основные сервисы сегмента должны выйти на положительную EBITDA. Мы полагаем, что рентабельность EBITDA в 2029 г. составит 25%. Доля направления в общей выручке группы, скорее всего, останется не большой - около 3%.

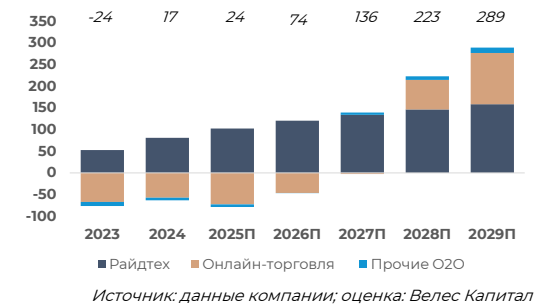
Медиа-сервисы

Медиа-сервисы, в частности подписка Плюс, выполняют важную функцию связующего звена внутри экосистемы Яндекса. Вовлеченные в экосистему пользователи являются наиболее активной аудиторией сервисов онлайн-торговли компании, а также вносят значимый вклад в результаты других направлений. В сегменте Медиа выручка может увеличиться в этом году на 41% г/г, в основном на фоне развития подписки Плюс и расширения ее аудитории. В течение прогнозного периода средний рост доходов от подписки может составить 17%. По итогам 4К 2024 г. число пользователей сервиса составило 39,2 млн., что на 29% больше результата сопоставимого периода прошлого года. На конец 1П 2024 г. подпиской пользовались около 26% жителей российских городов в возрасте от 16 до 55 лет. CAGR 2024-2029 гг. для пользовательской базы Плюса мы оцениваем в 10%. С такими темпами роста аудитория сервиса может превысить 58 млн. в 2029 г. Потенциальной аудиторией для Яндекса здесь являются как минимум две трети домохозяйств в России, и значительное число домохозяйств в ближнем зарубежье. Сервисы Яндекса уже работают почти во всех странах СНГ, где есть широкие возможности для роста. Согласно оценке J'son & Partners Consulting, в России на 2024 г. начитывается более 76 млн пользователей экосистемных подписок. Объем рынка может увеличиться со 129 млрд руб. в 2024 г. до 150 млрд руб. в 2026 г. Позитивный эффект на финансовые результаты сегмента в ближайший год также окажет увеличение стоимости базовой подписки с 299 до 399 руб. Яндекс включил некоторые сервисы, которые ранее оплачивались отдельно, в стоимость базовой подписки, что сгладит эффект от роста ее стоимости. Мы полагаем, что сейчас компания имеет довольно высокий коэффициент платящих подписчиков на уровне 80% общей аудитории и ожидаем сохранения показателя на том же уровне в будущем. Рентабельность EBITDA сегмента в текущем году, как мы полагаем, останется минимальной. Во многом это связано с масштабными инвестициями, которые компания направляет на

Ожидаемый GMV направления прочих O2O компании, млрд руб.



Ожидаемая динамика EBITDA сегмента городской мобильности, онлайн-торговли и доставки, млрд руб.



Аудитория подписки Яндекс Плюс за последние 2 года, млн



Российский рынок облачных инфраструктурных сервисов, млрд руб.





закупку и производство контента. Рынок весьма конкурентный и для сохранения лидерства необходимо прикладывать усилия. В ближайшие несколько лет мы ожидаем улучшения маржинальности до уровня 10%. Потенциал улучшения рентабельности также будут ограничивать вложения в привлечение новых подписчиков и контент. В 2028 г. рентабельность может улучшиться до 15% прежде всего за счет эффекта операционного рычага по мере расширения пользовательской базы.

Прочие инициативы

Выручка от прочих инициатив в этом году может увеличиться почти на 50% г/г. В ближайшие 5 лет среднегодовой рост выручки может составить 28%, чему будет способствовать развитие входящих в сегмент направлений. Сейчас крупнейшими направлениями компании внутри сегмента являются финансовые сервисы, облачные сервисы, производство и реализация умных устройств, а также голосовой ассистент Алиса. Про свои финансовые сервисы Яндекс пока рассказывает довольно мало и не дает практически никаких конкретных показателей. Тем не менее, по нашей оценке, это уже крупнейший по выручке бизнес внутри сегмента прочих инициатив. Финансовые сервисы являются важным связующим звеном внутри экосистемы и также очень важны для собственной онлайн-торговли. Как мы полагаем, проект Яндекса в некоторой степени отличается от схожего у Ozon. В частности, пока основным продуктом у Яндекса является сервис рассрочки Сплит, а на кредитование продавцов маркетплейса сделан меньший упор. Развитие финансовых сервисов у Ozon и других маркетплейсов по всему миру говорит о том, что это направления имеет очень значительный потенциал роста.

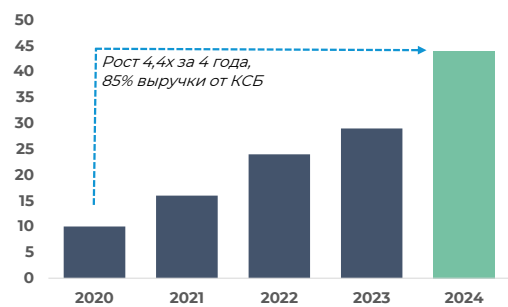
Облачные сервисы являются важной составной частью сервисов для бизнеса от Яндекса. Не так давно в компании объявили о создании новой бизнес-группы под название Yandex B2B Tech, внутри которой сосредоточатся сервисы для корпоративных пользователей. В рамках бизнес-группы Яндекс будет развивать направления в сфере корпоративной коммуникации, сервисы визуализации и анализа, инструменты для разработчиков и другие продукты, в том числе на базе ИИ. При этом доступ к сервисам корпоративные пользователи смогут получать по разным моделям: в облаке или на собственных серверах. По оценке компании, объем рынка для B2B Tech в 2024 г. составил 240 млрд руб., а в 2028 г. превысит 510 млрд руб. Среднегодовой темп роста может достигнуть 21%.

Согласно нашим расчетам, совокупная выручка финтех, облачных сервисов и других продуктов для бизнеса в этом году увеличится более чем на 70% г/г и будет расти с CAGR 36% до 2029 г. Скорее всего, именно эти направления обеспечат основной рост выручки сегмента в будущие периоды.

Выручка от продажи умных устройств в этом году достигла 46 млрд руб. и, как мы считаем, будет расти в среднем на 8% в следующие годы. Основным устройством для компании остается умная колонка с голосовым ассистентом, которых было продано с 2018 г. более 14,2 млн. Команда Яндекса при этом регулярно расширяет портфель продуктов. Мы считаем, что перечень устройств дальше будет расти и совершенствоваться, а это в свою очередь позволит увеличивать продажи.

Мы полагаем, что рентабельность сегмента будет постепенно улучшаться. Значительное давление на EBITDA сейчас оказывают инвестиции в развитие молодых проектов и перспективных направлений. В частности, компания направляет более 1 млрд руб. каждый квартал на развитие беспилотного транспорта, и мы полагаем, что эти инвестиции будут расти. Улучшение рентабельности прочих проектов на фоне их перехода к зрелости должно позволить вывести сегмент на положительную EBITDA в 2027 г. В текущем году мы ожидаем, что объем убытков составит немного больше 40 млрд руб.

Клиентская база Yandex Cloud, тыс.



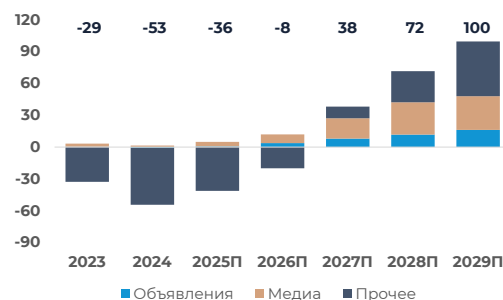
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Изменение параметров Яндекс Банка за последний год, млрд руб.

	Декабрь 2024 г.	Декабрь 2023 г.	+/-
Активы Нетто	111,6	26,0	329%
Место в рейтинге (активы)	61	134	+73
Кредитный портфель	53,8	10,4	417%
Капитал	17,6	6,7	163%

Источник: Банки.ру; оценка: Велес Капитал

Ожидаемая EBITDA малых сегментов Яндекса, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Финансовая модель Яндекса

Отчет о прибылях и убытках, млн RUB	2024 (Ф)	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)
Выручка	1 094 560	1 443 005	1 741 303	2 039 336
Операционные расходы	(1 043 014)	(1 304 593)	(1 515 149)	(1 697 932)
Расходы SBC	(89 100)	(57 307)	(69 154)	(80 990)
Скор. EBITDA	188 602	257 045	376 086	525 856
Амортизация и корректировки	(63 100)	(61 326)	(80 778)	(103 462)
ЕВИТ	51 546	138 412	226 154	341 404
Прочие доходы/расходы	(25 676)	0	0	0
Прибыль до налогообложения	25 870	138 412	226 154	341 404
Налог на прибыль	(14 402)	(31 835)	(52 015)	(78 523)
Доля миноритариев	0	0	0	0
Скор. чистая прибыль	11 468	106 577	174 139	262 881

Баланс, млн RUB	2024 (Ф)	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)
Внеоборотные активы	591 987	680 733	774 086	874 557
Основные средства и НМА	413 059	501 805	595 158	695 629
Прочие внеоборотные активы	178 928	178 928	178 928	178 928
Оборотные активы	506 701	529 391	566 737	632 791
Оборотные активы	119 938	147 745	176 804	205 146
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	175 200	175 200	175 200	175 200
Денежные средства и эквиваленты	211 563	206 446	214 732	252 446
Итого активы	1 098 688	1 210 124	1 340 822	1 507 348
Средства акционеров	293 797	359 351	456 668	594 216
Акционерный капитал	293 797	359 351	456 668	594 216
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	193 318	193 318	193 318	193 318
Долгосрочные кредиты и займы	99 114	99 114	99 114	99 114
Прочие долгосрочные обязательства	94 204	94 204	94 204	94 204
Краткосрочные обязательства	611 573	657 456	690 836	719 814
Краткосрочные займы	255 827	255 827	255 827	255 827
Оборотные и прочие кр. обязательства	355 746	401 629	435 009	463 987
Итого пассивы	1 098 688	1 210 124	1 340 822	1 507 348

Движение денежных средств, млн RUB	2024 (Ф)	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)
Основная деятельность	203 185	243 286	328 392	447 969
Чистая прибыль	11 468	106 577	174 139	262 881
Амортизация	76 888	61 326	80 778	103 462
Расходы SBC	81 245	57 307	69 154	80 990
Изменение оборотного капитала	28 763	18 075	4 322	636
Прочее	4 821	0	0	0
Инвестиционная деятельность	(139 950)	(150 073)	(174 130)	(203 934)
Приобретение внеоборотных активов	(124 624)	(150 073)	(174 130)	(203 934)
Покупка/продажа фин. активов	(13 188)	0	0	0
Прочее	(2 138)	0	0	0
Финансовая деятельность	63 997	(98 331)	(145 975)	(206 323)
Изменение долга	117 051	0	0	0
Выкуп акций	(15 206)	0	0	0
Дивиденды	(29 223)	(98 331)	(145 975)	(206 323)
Прочее	(8 625)	0	0	0
Изменение денежных средств	125 460	(5 117)	8 287	37 713

WACC	
Безрисковая ставка	15,5%
Премия рынка за риск	10,0%
Налоговая ставка	25%
Стоимость СК	25,0%
Beta	0,90
Стоимость долга	12,0%
Доля СК	83%
Доля долга	17%
WACC	22,2%

Свободный денежный поток, млн RUB	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)	2028 (П)
Скор. EBIT	195 719	295 308	422 394	559 729
1-ставка налога	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Изменение ОК	21 599	(18 075)	(4 322)	(636)
Амортизация	61 326	80 778	103 462	129 680
Кап. затраты	150 073	174 130	203 934	233 035
Свободный денежный поток (FCFF)	36 444	146 204	220 646	317 078

Оценка стоимости акций, млн RUB				
Рост в ПП период	7,0%			
Сумма ДДП (+)	1 157 592			
Терминальная стоимость (+)	700 351			
Стоимость бизнеса компании	1 857 943			
Стоимость чистого долга (-)	142 511			
Доля миноритарных акционеров (-)	0			
	01.01.2025	04.03.2025	12mo	
Спр. стоимость акционерного капитала	1 715 432	1 789 454	2 236 817	
Количество акций			391	
Справедливая стоимость акций, руб.			5 727	

Рыночные мультипликаторы, x	2024 (Ф)	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)
EV/Sales	1,5	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA	8,7	7,3	5,0	3,5
EV/ЕВИТ	31,8	13,5	8,2	5,3
P/E	14,0	10,0	6,7	4,8
P/BV	1,3	1,4	1,2	1,1
FCF Yield	5%	6%	9%	15%
EPS, RUB	268,1	435,4	646,4	913,6

Кoeffициенты	2024 (Ф)	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)
Рентабельность скор. EBITDA	17%	18%	22%	26%
Рентабельность скор. чистой прибыли	9%	11%	14%	17%
Кап. затраты / выручка	11%	10%	10%	10%
ROA	11%	14%	19%	24%
ROE	36%	50%	60%	65%
ROIC	384%	-517%	417%	186%
Чистый долг/Скор. EBITDA, x	1,2	0,9	0,6	0,3



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Материал носит аналитический характер. Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно- банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2025 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Аналитический департамент

Иван Манаенко

Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин

Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов

Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова

Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев

Финансовый сектор
SZhitelev@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru
