



Яндекс

Будущее уже здесь часть 2



Дмитрий Трошин
Старший аналитик – ТМТ
troshindal@sovcombank.ru



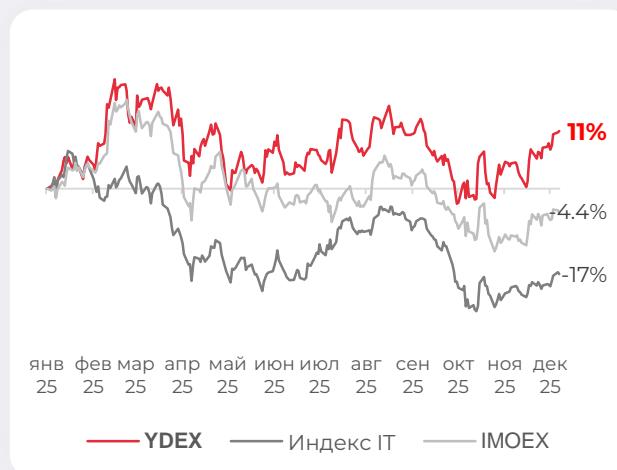
Артур Легостаев
Младший аналитик - ТМТ
legostaeva1@sovcombank.ru

Будущее уже здесь; часть 2 – Рынки

- Мы продолжаем цикл отчетов о Яндексе и его рынках. В данном цикле мы не обновляем наши прогнозы и не даем новые инвестиционные рекомендации по компании
- Мы отмечаем, что Яндекс одна из немногих на российском рынке компаний, инвестиционная привлекательность которых является безоговорочной, и вопрос только в том, где граница максимального потенциала компании
- В этом отчете мы хотим углубиться в рынки присутствия компании и более детально разобрать каждый из них. Это необходимо для расчета потенциальной EBITDA каждого бизнес-юнита (БЮ) Яндекса, и понимания как она может быть оценена. В свою очередь это поможет нам понять сколько может стоить сам Яндекс.

Вся информация до 2030 года — гипотетическая оценка при условии реализации нашего текущего базового сценария.

Динамика котировок



Структура акционеров



Важнейшие показатели

Тикер	YDEX
Название	Яндекс
Стоимость акции, руб.	4,180
Кол-во акций, млн шт.	388
Капитализация, млрд руб.	1,620
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

2024 2025о 2026о

Финансовые показатели, млрд руб.

Выручка	1 095	1 425	1 754
EBITDA	189	275	356
Чистая прибыль	12	53	118
FCF	30	4	38

Темпы роста

Выручка	37%	30%	23%
EBITDA	31%	46%	29%
Чистая прибыль	-71%	346%	123%

Рентабельность

по EBITDA	17%	19%	20%
по Чистой прибыли	1%	4%	7%
FCF	3%	0%	2%

Мультипликаторы

EV/Выручка	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA	8,9x	6,4x	5,1x
P/E	133x	31x	14x

Доходность инвестора

ROE	4%	17%	32%
Дивидендная дох.	2%	4%	5%
Доходность FCF	2%	0%	2%

Часть 2

В данной части мы:

- Детально проанализируем основные рынки присутствия компании в РФ, доли основных игроков, будущую долю Яндекс, факторы, стимулирующие и ограничивающие рост рынка.
- Проанализируем темпы роста, уровни рентабельности и оценки иностранных игроков на этих рынках.
- Дадим диапазон потенциальных оценок Яндекса методом «суммы частей» при различных гипотетических предпосылках

Содержание

1	Оценка потенциальной стоимости Яндекса в детализации по сегментам	5
2	Deep-dive в рынки	19
2.1	Интернет-Реклама	20
2.2	E-Commerce	29
2.3	E-Grocery	38
2.4	Такси	50
2.5	Каршеринг	56
2.6	Кикшеринг	62
2.7	Экосистемные подписки	67
2.8	Финтехи маркетплейсов	76
2.9	B2B Tech	82
2.10	Умные колонки	95
2.11	LLM и ИИ-агенты	100
2.12	Автономные технологии	118
3	Приложение	136



01

**Оценка потенциальной
стоимости Яндекса
в детализации
по сегментам**

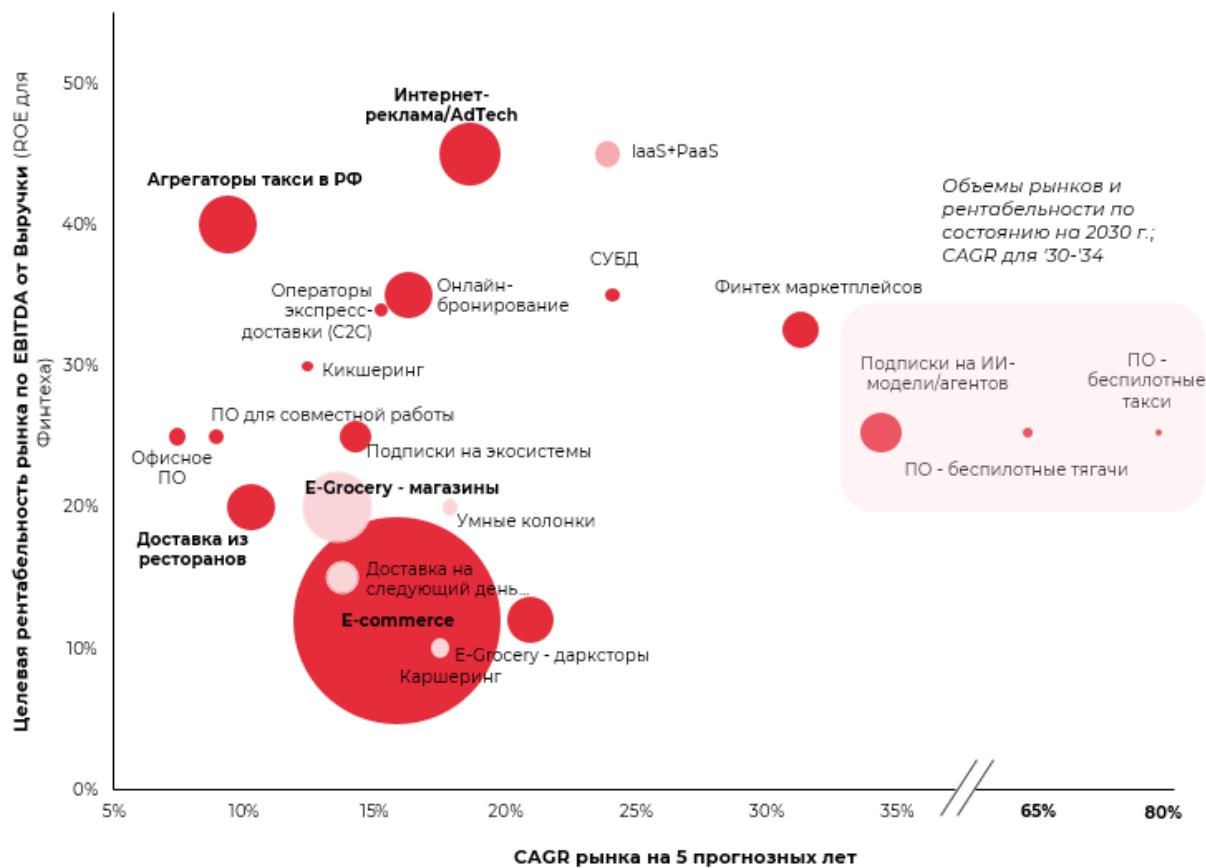
Яндекс представлен на множестве рынков через различные бизнес-юниты. Большинство бизнесов-юнитов работают на ТМТ-рынках с высокими темпами роста и asset-light бизнес-моделями, позволяющими генерировать существенный FCF после окончания стадии активного развития.

Компании, работающие в этих сегментах, оцениваются по 16–35x EV/EBITDA '25 в развивающихся и развитых странах. Однако **на российском рынке Яндекс торгуется по 6,4x EV/EBITDA '25, на ~50% дешевле медианы по российским разработчикам ПО**. При этом **прогнозные результаты Яндекса за 2025 г., в части темпов роста и рентабельности существенно лучше**.

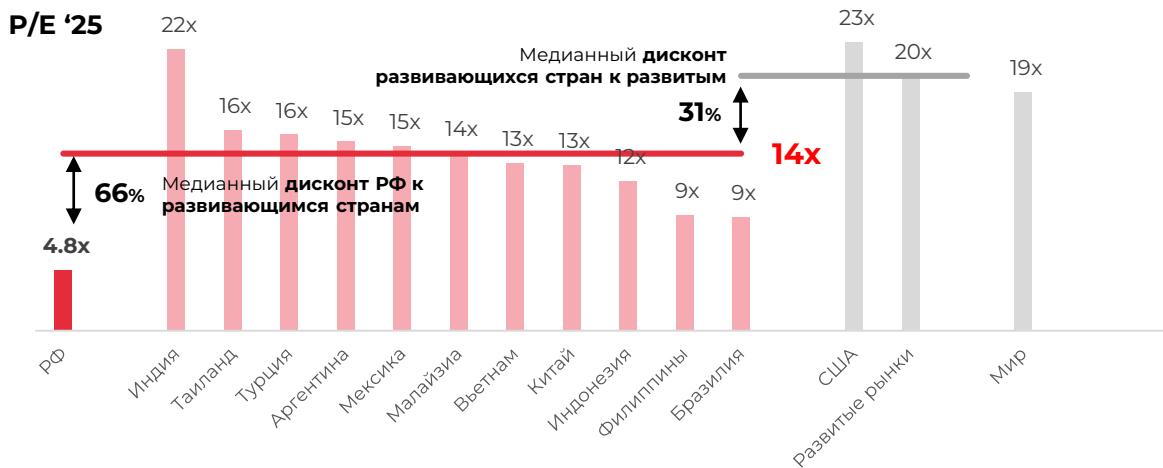
Считаем, что Яндекс существенно недооценён как в рамках сравнительного, так и в рамках DCF-анализа.

Текущая рыночная ситуация представляется неадекватной. На наш взгляд, она объясняется жесткой ДКП и сильным дисконтированием перспектив растущих компаний, которые оцениваются немногим дороже менее растущих

Свод рынков



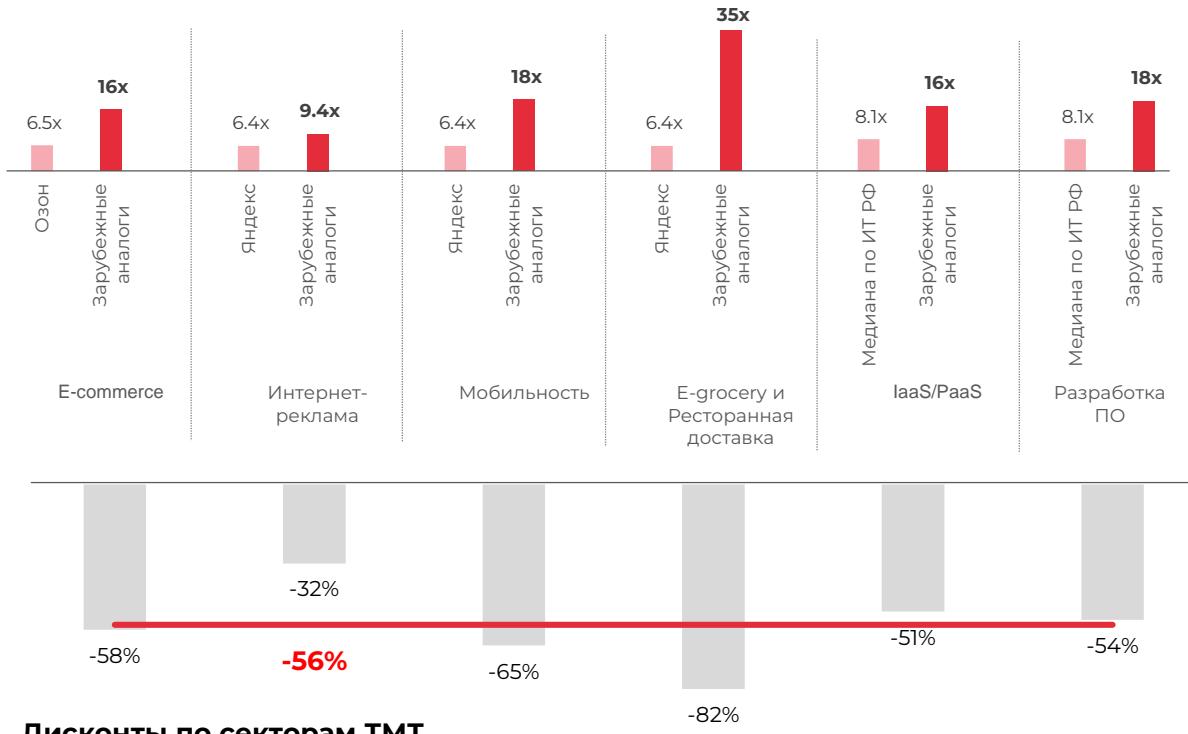
▶ Рынок РФ торгуется с существенным дисконтом к зарубежным аналогам. **Дисконт российского рынка к развивающимся странам составляет 66%,** а дисконт развивающихся стран к развитым 31%.



Источник: Goldman Sachs, Trading View, Совкомбанк

▶ При этом средний **дисконт российских IT&TMT компаний** к мультипликаторам аналогов (микс из развитых и развивающихся*) **составляет 56%**

EV/EBITDA '25 по секторам ТМТ



Источник: Refinitiv, Совкомбанк

*В ТМТ-секторах спред между мультипликаторами развивающихся и развитых стран незначителен. Объясняем это тем, что индексы развивающихся стран в 2025 г. росли существенно быстрее индекса S&P 500, а также тем, что прогнозируемые темпы роста и потенциальный ТАМ на развивающихся рынках становятся выше, чем на развитых и участники рынка активно закладывают это в оценки. Поэтому в данном случае не видим необходимости разделять аналогов по типам стран.

Рассчитаем возможную стоимость Яндекса в условиях более эффективного рынка.

Оценим каждый сегмент по отдельности, используя ключевые финансовые показатели бизнес-юнитов Яндекса и мультиплекторы зарубежных аналогов.

Затем применим дисконт, характерный для развивающихся рынков. Столько, на наш взгляд, может стоить Яндекс с учетом текущего развития существующих бизнес-юнитов при нормализации геополитики и смягчении ДКП до уровней, позволяющих удерживать инфляцию в пределах целевого диапазона ЦБ РФ.

Но на данный момент рынок РФ торгуется с дополнительным геополитическим дисконтом. Поэтому скорректируем оценку бизнес-юнитов на "дисконт РФ" для IT&TMT-секторов, рассчитанный на предыдущих графиках.

Логика применения мультиплекторов:

- Бизнесы с устойчивой положительной EBITDA оцениваются по мультиплектору EV/EBITDA, финтех бизнес по мультиплектору P/E
- Бизнесы, которые находятся в активной стадии развития и смогут стабильно генерировать положительную EBITDA ближе к концу прогнозного периода будем оценивать с помощью мультиплектора EV/Выручка

Результаты оценки Яндекса с применением данного подхода отражены **на графике ниже.**

Таблица с подробным расчетом стоимости приведена **на следующей странице**

Диапазон потенциальной стоимости Яндекса методом «сумма частей»



ДАННАЯ ОЦЕНКА **НЕ ЯВЛЯЕТСЯ** ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНОЙ ЯНДЕКСА, ПРИСВОЕННОЙ СОВКОМБАНКОМ. ЦИТИРОВАНИЕ В ПОДОБНОМ КЛЮЧЕ ЯВЛЯЕТСЯ НЕКОРРЕКТНЫМ

Оценка потенциальной стоимости Яндекса методом «сумма частей»

млрд руб., если не указано иное	Мультиликатор аналогов								в 2025	в 2025		
	Выручка БЮ Яндекса		EBITDA IAS 17 БЮ Яндекса ЕВТ для Финтех		EV/ Выручка '25		EV/ EBITDA '25					
	2025	2030	2025	2030	P/BV для Финтех	P/E для Финтех	P/E для Финтех	P/E для Финтех				
E-commerce	155	603	-25	70	2x	16x	P/Выручка	275	170			
E-Grocery - магазины	23	60	-4	6	1x	35x	P/Выручка	20	12			
Агрегаторы такси в РФ	248	536	98	274	1x	18x	EV/EBITDA	1 253	773			
Доставка из ресторанов	64	161	1	39	1x	35x	P/Выручка	56	35			
Онлайн-бронирование	17	36	6	13	4x	13x	EV/EBITDA	53	33			
Операторы экспресс-доставки (C2C)	6	14	-1	5	1x	35x	P/Выручка	5	3			
Интернет-реклама/AdTech	553	1 268	280	628	2x	9x	EV/EBITDA	1 857	1 146			
E-Grocery - дарксторы	165	488	0	49	1x	35x	P/Выручка	144	89			
Финтех маркетплейсов			10	51	1,5x	8,1x	P/E	58	36			
Коммерческая доставка на следующий день (NDD)	12	45	-1	16	1x	35x	P/Выручка	11	7			
Подписки на экосистемы	148	395	16	96	5x	30x	P/Выручка	567	350			
IaaS+PaaS	27	94	12	44	7x	16x	EV/EBITDA	138	85			
Офисное ПО	5	14	1	1	7x	18x	EV/EBITDA	11	7			
Каршеринг	19	42	2	4	2x	6x	EV/EBITDA	8	5			
ПО для совместной работы	5	11	0,5	0,5	7x	18x	EV/EBITDA	6	4			
Умные колонки	39	90	5	9	3x	16x	EV/EBITDA	51	32			
СУБД	7	18	3	6	7x	18x	EV/EBITDA	33	20			
Кикшеринг	7	12	2	4	2x	5,7x	EV/EBITDA	8	5			
Подписки на ИИ-модели/агентов	-	55	-1	14	44x	-	Дисконт. стоим. 2030 г., через EV/Выручка '25	711	439			
ПО - беспилотные тягачи	-	31	-7	3	154x	-		1 420	876			
ПО - беспилотные такси	-	17	-7	2	154x	-		784	484			
Итого EV всех бизнес-юнитов Яндекса										4 609		
- холдинговый дисконт (сумма дисконтированных SG&A расходов)										(1 225)		
EV Яндекс										3 384		
- чистый долг										147		
Акционерная стоимость Яндекса										3 236		
Количество акций, млн										388		
Потенциальная стоимость 1 акции Яндекс, руб.										8 349		
Текущая цена 1 акции Яндекса										4 180		
Потенциальный апрайд к справедливой цене										100%		
ДАННАЯ ОЦЕНКА НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНОЙ ЯНДЕКСА, ПРИСВОЕННОЙ СОВКОМБАНКОМ. ЦИТИРОВАНИЕ В ПОДОБНОМ КЛЮЧЕ ЯВЛЯЕТСЯ НЕКОРРЕКТНЫМ												

➤ Мы разделяем бизнесы Яндекса на 3Р- и 1Р-бизнесы.

3Р-бизнесы – это представители платформенной экономики. В рамках этих бизнес-юнитов Яндекс получает комиссию с оборота, проходящего через созданные ими приложения и платформы. Саму услугу на этих платформах оказывают уже сторонние компании, подключающиеся к платформе Яндекса для доступа к её клиентской базе.

1Р-бизнесы работают по классической модели прямого взаимодействия с клиентом, соответственно все деньги, получаемые от клиентов сразу классифицируются как выручка Яндекса.

Рынки 3Р-бизнесов кажутся более масштабными, чем 1Р, хотя это иллюзия.

Например, говоря об объёме рынка E-commerce для Яндекса следует учитывать только комиссионную составляющую, которые E-commerce компании могут получить.

Таким образом, многие 3Р бизнесы по выручке занимают менее значительные места в экосистеме Яндекса, чем по GMV.

При этом **наибольшая часть EBITDA Яндекса в настоящее время формируется за счет двух сегментов** – интернет-рекламы и такси.

Остальные бизнес-юниты либо находятся в активной стадии роста и поэтому являются убыточными, либо начали выходить в положительную EBITDA относительно недавно, и пока не оказывают значимого влияния на консолидированную EBITDA Яндекса.

Мы ожидаем, что к 2030 году структура формирования EBITDA станет более диверсифицированной.

Конвертация GMV в EBITDA в 2025 г.

в млрд руб.	Объем рынка в РФ		Выручка Яндекс		EBITDA Яндекс		Муль. аналогов РФ		Муль. аналогов Мир				
	GMV	Целевой Take-rate (к 2030 г.)	Выручка игроков	Доля** рынка Яндекс	Выручка	Доля в общей выручке	Рентаб. EBITDA Яндекс ROE для Финтех	EBITDA IAS 17 EBT для Финтех	Доля в общей EBITDA	EV/ Выручка 25 Р/ВЧ для Финтех	EV/ EBITDA 25 Р/Е для Финтех	EV/ Выручка 25 Р/ВЧ для Финтех	EV/ EBITDA 25 Р/Е для Финтех
Комиссионный бизнес													
E-commerce	13 903	15%	2 085	5%	155	9,7%	-16%	-25	-9%	1,1x	6,5x	2,5x	16x
Е-Grocery – магазины	1 447	14%	203	9%	23	1,4%	-17%	3,9	-1,4%	1,1x	6,5x	1,2x	35x
Агрегаторы такси в РФ	1 094	17%	186	80%	248 *	16%	40%	98 *	36%	1,2x	6,4x	1,0x	18x
Доставка из ресторанов	719	18%	129	40%	64	4,0%	2%	1,4	0,5%	1,1x	6,5x	1,2x	35x
Онлайн-бронирование	709	14%	99	17%	17	1,1%	35%	5,9	2,1%	--x	--x	4,5x	13x
Операторы экспресс-доставки (C2C)	58	15%	8,6	80%	5,5	0,3%	-13%	-0,7	-0,3%	--x	--x	1,2x	35x
1Р бизнес													
Интернет-реклама/AdTech	1 235	-	1235	34%	553	35%	51%	280	102%	1,2x	6,4x	2,4x	9,4x
E-Grocery - дарксторы	694	-	694	27%	165	10%	-0,2%	-0,4	-0,1%	1,1x	6,5x	1,2x	35x
Финтех маркетплейсов***	437	-	437	29%	95	6,0%	> 50%	10	3,7%	1,1x	4,8x	1,5x	8,1x
Коммерческая доставка на следующий день (NDD)	279	-	279	4%	12	0,8%	-6,3%	-0,8	-0,3%	--x	--x	1,2x	35x
Подписки на экосистемы	327	-	327	64%	148	9,3%	11%	16	5,9%	--x	--x	5,4x	30x
IaaS+PaaS	211	-	211	13%	27	1,7%	44%	12	4,3%	3,1x	8,1x	6,8x	16x
Офисное ПО	90	-	90	6%	5,2	0,3%	18%	0,9	0,3%	3,1x	8,1x	6,7x	18x
Каршеринг	83	-	83	23%	19	1,2%	10%	1,9	0,7%	1,7x	9,2x	1,5x	5,7x
ПО для совместной работы	75	-	75	6%	4,8	0,3%	10%	0,5	0,2%	3,1x	8,1x	6,7x	18x
Умные колонки	49	-	49	80%	39	2,5%	12%	4,7	1,7%	1,2x	6,4x	3,3x	16x
СУБД	63	-	63	10%	6,5	0,4%	40%	2,6	0,9%	3,1x	8,1x	6,7x	18x
Кикшеринг	36	-	36	19%	6,7	0,4%	30%	2,0	0,7%	1,7x	6,3x	1,5x	5,7x
Новые сегменты													
Подписки на ИИ-модели/агентов	24	-	24	-	-	-	-	-1,2	-0,4%	--x	--x	44x	--x
ПО - беспилотные тягачи	-	-	-	-	-	-	-	-7	-3%	--x	--x	154x	--x
ПО - беспилотные такси	-	-	-	-	-	-	-	-7	-3%	--x	--x	154x	--x
Внутригрупповые элиминации, прочие сегменты, общекорпоративные расходы и R&D	-	-	-	-	-	-	-	-115	-42%	-	-	-	-

Источник: Совкомбанк

* с учетом выручки ride-hailing за пределами РФ. Выручка ride-hailing за пределами РФ на данный момент составляет примерно половину выручки этого направления Яндекса

** При делении выручки по МСФО Яндекс на объем рынка может получиться иное значение доли.

Различие вызвано тем, что объем рынка считается по обороту, который не всегда соответствует объемам выручки по МСФО игроков. Это происходит в том числе из-за НДС, скидок, промоакций и прочего.

*** под GMV и выручкой направления подразумевается сумма комиссионных и процентных доходов

Конвертация GMV в EBITDA в 2030 г.

в млрд руб.	Объем рынка в РФ		Выручка Яндекс		EBITDA Яндекс		Муль. аналогов РФ		Муль. аналогов Мир				
	GMV	Take-rate	Выручка игроков	Доля** рынка Яндекс	Выручка	Доля в общей выручке	Рентаб. EBITDA Яндекс ROE для Финтеха	EBITDA IAS 17 EBT для Финтеха	Доля в общей EBITDA	EV/Выручка 25 Р/BV для Финтеха	EV/EBITDA 25 Р/Е для Финтеха	EV/Выручка 25 Р/BV для Финтеха	EV/EBITDA 25 Р/Е для Финтеха
Комиссионный бизнес													
E-commerce	29 034	15%	4 355	5%	603	14%	12%	70	6,0%	1,1x	6,5x	2,5x	16x
Е-Grocery – магазины	2 729	14%	382	10%	60	1,4%	10%	6,1	0,5%	1,1x	6,5x	1,2x	35x
Агрегаторы такси в РФ	1 710	17%	291	80%	536 *	13%	51%	274 *	23%	1,2x	6,4x	1,0x	18x
Доставка из ресторанов	1 172	18%	211	50%	161	3,8%	24%	39	3,3%	1,1x	6,5x	1,2x	35x
Онлайн-бронирование	1 508	14%	211	17%	36	0,8%	35%	13	1,1%	--x	--x	4,5x	13x
Операторы экспресс-доставки (C2C)	117	15%	18	80%	14	0,3%	37%	5,1	0,4%	--x	--x	1,2x	35x
1Р бизнес													
Интернет-реклама/AdTech	2 899	-	2 899	33%	1 268	30%	50%	628	53%	1,2x	6,4x	2,4x	9,4x
E-Grocery - дарксторы	1 794	-	1 794	31%	488	11%	10%	49	4,2%	1,1x	6,5x	1,2x	35x
Финтех маркетплейсов***	1 154	-	1 154	33%	290	6,8%	35%	51	4,3%	1,1x	4,8x	1,5x	8,1x
Коммерческая доставка на следующий день (NDD)	531	-	531	8%	45	1,0%	37%	16	1,4%	--x	--x	1,2x	35x
Подписки на экосистемы	636	-	636	70%	395	9,2%	24%	96	8,1%	--x	--x	5,4x	30x
IaaS+PaaS	617	-	617	15%	94	2,2%	47%	44	3,8%	3,1x	8,1x	6,8x	16x
Офисное ПО	129	-	129	11%	14	0,3%	10%	1,4	0,1%	3,1x	8,1x	6,7x	18x
Каршеринг	187	-	187	23%	42	1,0%	10%	4,2	0,4%	1,7x	9,2x	1,5x	5,7x
ПО для совместной работы	115	-	115	10%	11	0,3%	5%	0,5	0,0%	3,1x	8,1x	6,7x	18x
Умные колонки	112	-	112	80%	90	2,1%	10%	9,0	0,8%	1,2x	6,4x	3,3x	16x
СУБД	185	-	185	10%	18	0,4%	36%	6,4	0,5%	3,1x	8,1x	6,7x	18x
Кикшеринг	65	-	65	19%	12	0,3%	30%	3,6	0,3%	1,7x	6,3x	1,5x	5,7x
Новые сегменты													
Подписки на ИИ-модели/агентов	547	-	547	10%	55	1,3%	25%	14	1,2%	--x	--x	44x	--x
ПО - беспилотные тягачи	31	-	31	100%	31	0,7%	10%	3,1	0,3%	--x	--x	154x	--x
ПО - беспилотные такси	17	-	17	100%	17	0,4%	10%	1,7	0,1%	--x	--x	154x	--x
Внутригрупповые эллиминации, прочие сегменты, общекорпоративные расходы и R&D	-	-	-	-	-	-	-	-155	-13%	-	-	-	-

Источник: Совкомбанк

* с учетом выручки ride-hailing за пределами РФ. Выручка ride-hailing за пределами РФ на данный момент составляет примерно половину выручки этого направления Яндекса

** При делении выручки по МСФО Яндекс на объем рынка может получиться иное значение доли.

Различие вызвано тем, что объем рынка считается по обороту, который не всегда соответствует объемам выручки по МСФО игроков. Это происходит в том числе из-за НДС, скидок, промоакций и прочего.

*** под GMV и выручкой направления подразумевается сумма комиссионных и процентных доходов

Основные показатели рынков в динамике

в млрд руб.	Объем рынка, выручка			Доля рынка Яндекс			Доля в выручке Яндекс			СAGR '25-'30			Рентабельность по EBITDA			Доля в EBITDA Яндекс		
	2025о	2030о	CAGR	2025о	2030о	Изм.	2025о	2030о	Изм.	Выручки	2025о	2030о	Изм.	2025о	2030о	Изм.		
Комиссионный бизнес																		
E-commerce	2 085	4 355	16%	5%	5%	0,1 п.п	10%	14%	4,4 п.п	31%	-16%	12%	28 п.п	-9,0%	6,0%	15 п.п		
E-Grocery – магазины	203	382	14%	9%	10%	0,8 п.п	1,4%	1%	0,0 п.п	22%	-17%	10%	28 п.п	-1,4%	0,5%	1,9 п.п		
Агрегаторы такси в РФ	186	291	9%	80%	80%	-	16%	13%	-3,0 п.п	17%	40%	51%	12 п.п	36%	23%	-12 п.п		
Доставка из ресторанов	129	211	10%	40%	50%	10 п.п	4,0%	4%	-	20%	2%	24%	-	0,5%	3,3%	-		
Онлайн-бронирование	99	211	16%	17%	17%	-	1,1%	0,8%	-0,2 п.п	16%	35%	35%	-	2,1%	1,1%	-1,1 п.п		
Операторы экспресс-доставки (C2C)	9	18	15%	80%	80%	-	0,3%	0,3%	-	20%	-13%	37%	-	-0,3%	0,4%	-		
ТР бизнес																		
Интернет-реклама/AdTech	1 235	2 899	19%	34%	33%	-2 п.п	35%	30%	-5 п.п	18%	51%	50%	-1 п.п	102%	53%	-48 п.п		
E-Grocery – дарксторы	694	1 794	21%	27%	31%	4 п.п	10%	11%	1,0 п.п	24%	0%	10%	10,4 п.п	-0,1%	4,2%	4,3 п.п		
Финтех маркетплейсов*	437	1 154	21%	29%	33%	4 п.п	6,0%	7%	0,8 п.п	25%	> 50%	35%	-15 п.п	3,7%	4,3%	0,6 п.п		
Коммерческая доставка на следующий день (NDD)	279	531	14%	4%	8%	4 п.п	0,8%	1,0%	0,3 п.п	29%	-6%	37%	43 п.п	-0,3%	1,4%	1,7 п.п		
Подписки на экосистемы	327	636	14%	64%	70%	6 п.п	9%	9%	-0,1 п.п	22%	11%	24%	13 п.п	5,9%	8,1%	2,2 п.п		
IaaS+PaaS	211	617	24%	13%	15%	3 п.п	1,7%	2,2%	0,5 п.п	29%	44%	47%	2,8 п.п	4,3%	3,8%	-0,5 п.п		
Офисное ПО	90	129	7%	6%	11%	5 п.п	0,3%	0,3%	-	22%	18%	10%	-	0,3%	0,1%	-		
Каршеринг	83	187	17%	23%	23%	-	1,2%	1,0%	-0,2 п.п	17%	10%	10%	0,0 п.п	0,7%	0,4%	-0,3 п.п		
ПО для совместной работы	75	115	9%	6%	10%	3 п.п	0,3%	0,3%	0,0 п.п	18%	10%	5%	-5 п.п	0,2%	0,0%	-0,1 п.п		
Умные колонки	49	112	18%	80%	80%	0,0 п.п	2,5%	2,1%	-0,4 п.п	18%	12%	10%	-1,8 п.п	1,7%	0,8%	-0,9 п.п		
СУБД	63	185	24%	10%	10%	-1 п.п	0,4%	0,4%	-	22%	40%	36%	-	0,9%	0,5%	-		
Кикшеринг	36	65	12%	19%	19%	-	0,4%	0,3%	-0,1 п.п	12%	30%	30%	-	0,7%	0,3%	-0,4 п.п		
Новые сегменты																		
Подписки на ИИ-модели/агентов	24	547	87%	0%	10%	10 п.п	0,0%	1,3%	1,3 п.п	-	0%	25%	25 п.п	0,0%	1,2%	1,2 п.п		
ПО - беспилотные тягачи	-	31	-	0%	100%	100 п.п	0%	0,7%	0,7 п.п	-	0%	10%	10 п.п	0,0%	0,3%	0,3 п.п		
ПО - беспилотные такси	-	17	-	0%	100%	100 п.п	0%	0,4%	0,4 п.п	-	0%	10%	10 п.п	0,0%	0,1%	0,1 п.п		

Источник: Совкомбанк

*под GMV и выручкой направления подразумевается сумма комиссионных и процентных доходов

➤ Графики ниже более иллюстративно показывают конвертацию объемов рынка присутствия Яндекса в фактическую EBITDA соответствующих бизнес-юнитов в 2025 г..

Объемы рынков по GMV в 2025 г. целевой уровень комиссии (take-rate) для ЗР-бизнесов

млрд. руб. и %

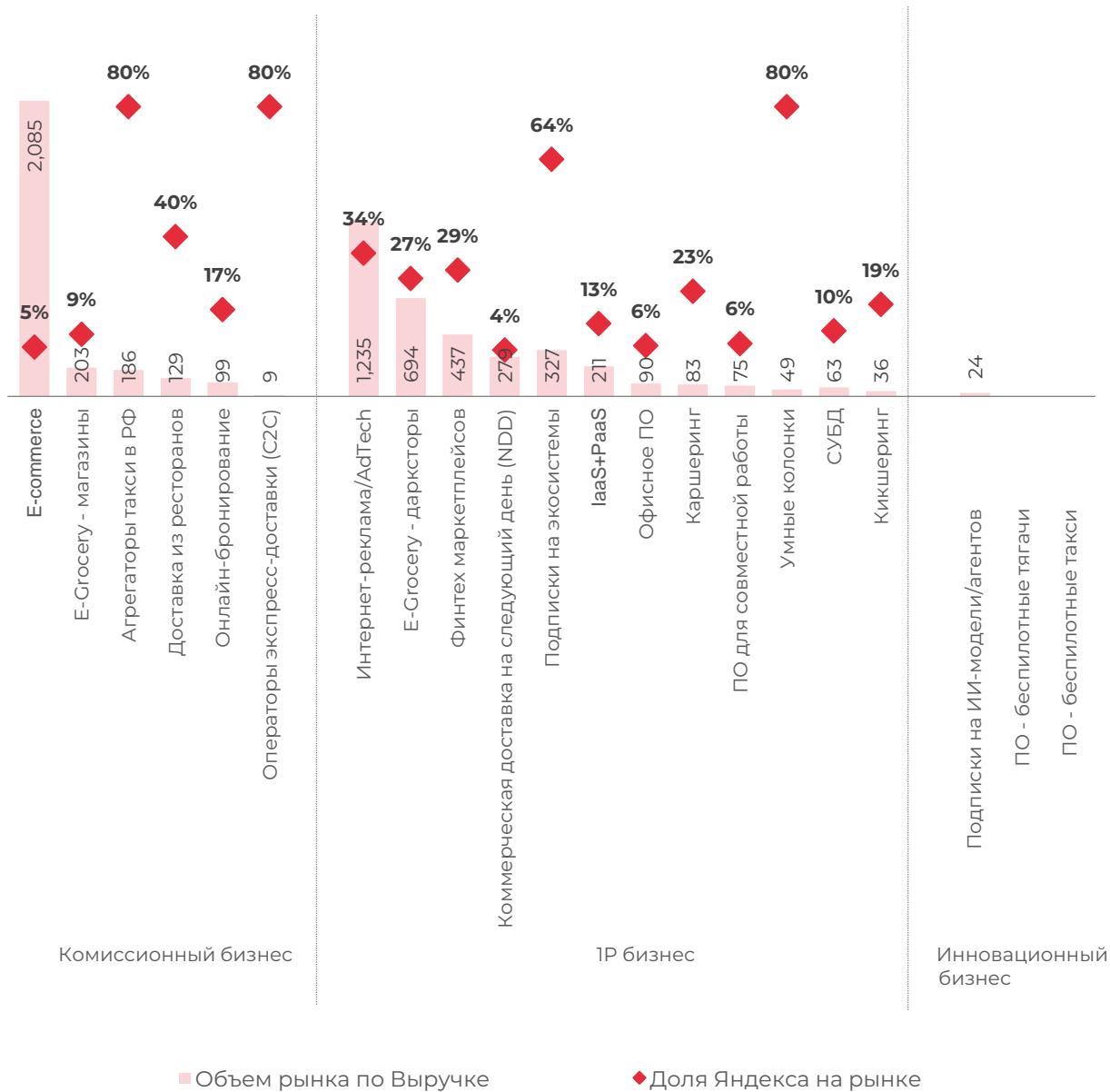


Под GMV и выручкой направления Финтех маркетплейсов подразумевается сумма комиссионных и процентных доходов

Источник: Совкомбанк

Объемы рынков по выручке и степень присутствия Яндекса в 2025 г.

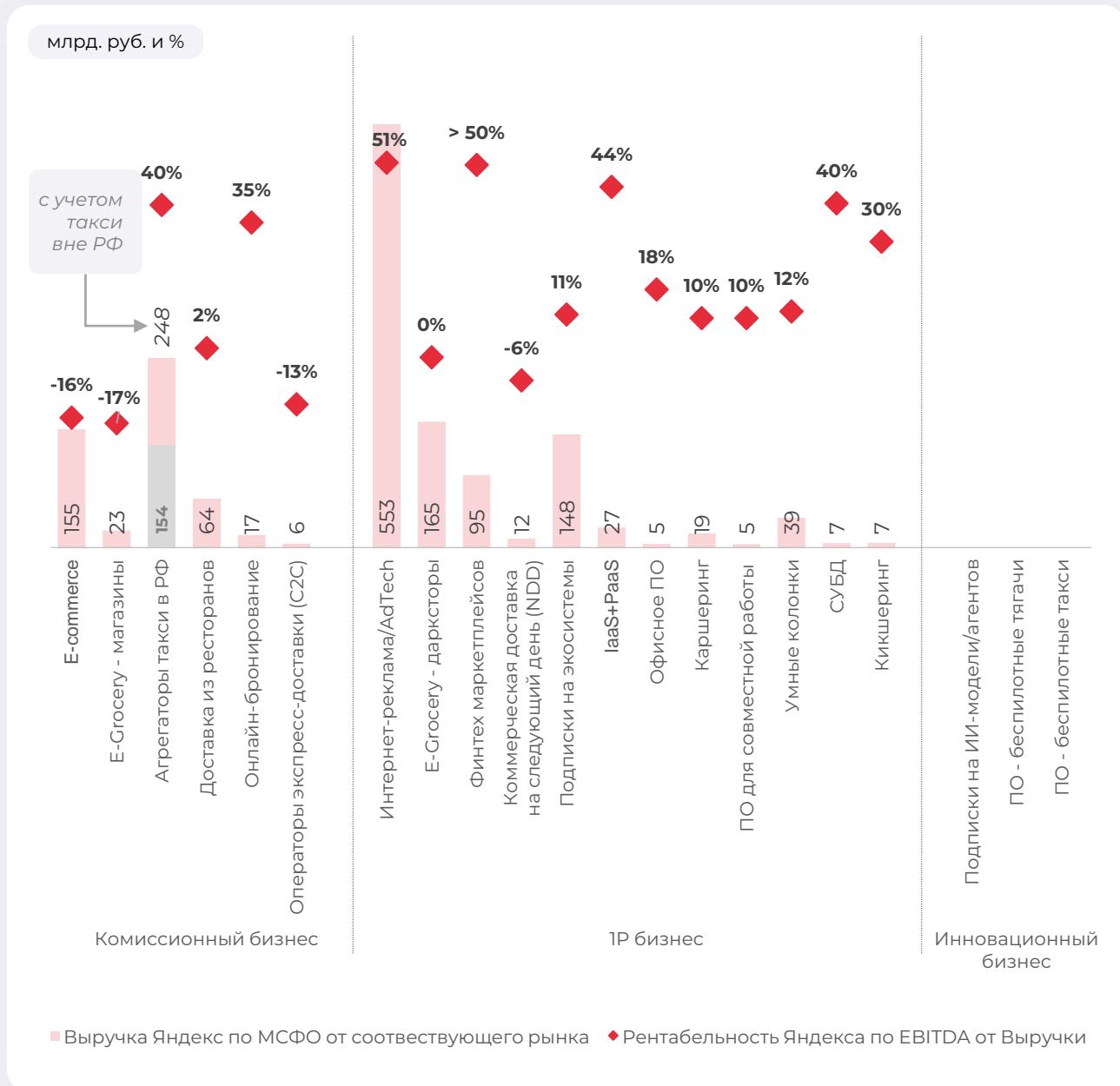
млрд. руб. и %



Под GMV и выручкой направления Финтех маркетплейсов подразумевается сумма комиссионных и процентных доходов

Источник: Совкомбанк

Выручка по МСФО и рентабельность Яндекса на рынках присутствия в 2025 г.*



Источник: Совкомбанк

* Под выручкой направления «Финтех маркетплейсов» подразумевается сумма комиссионных и процентных доходов

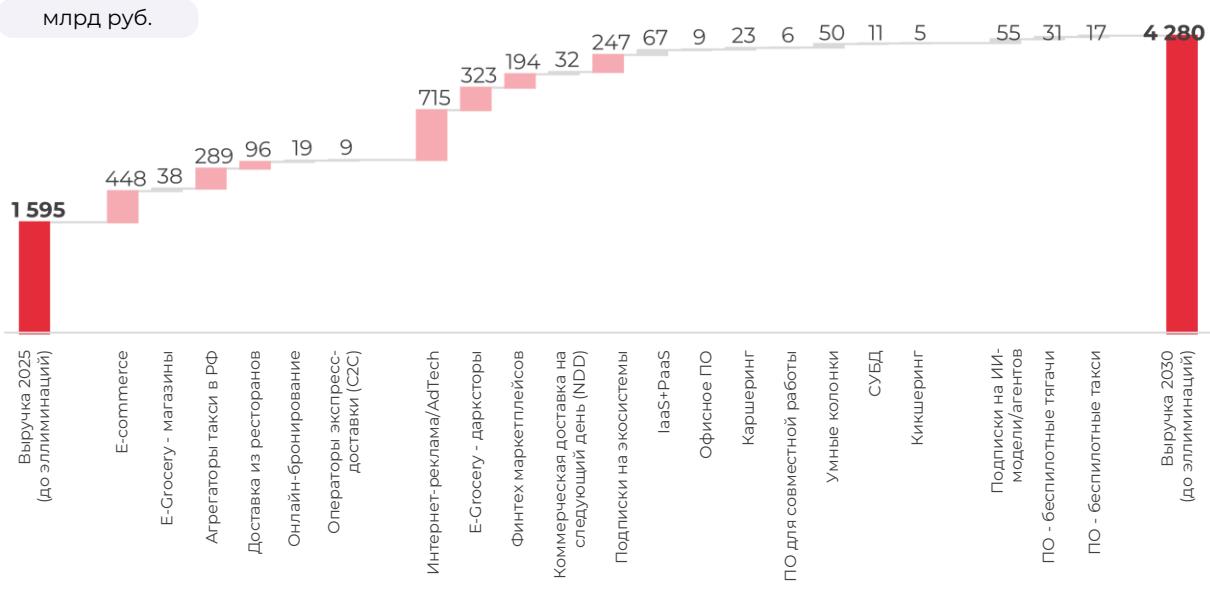
ЕБИТДА Яндекса по IAS 17 от соответствующего рынка в 2025 г.



Источник: Совкомбанк

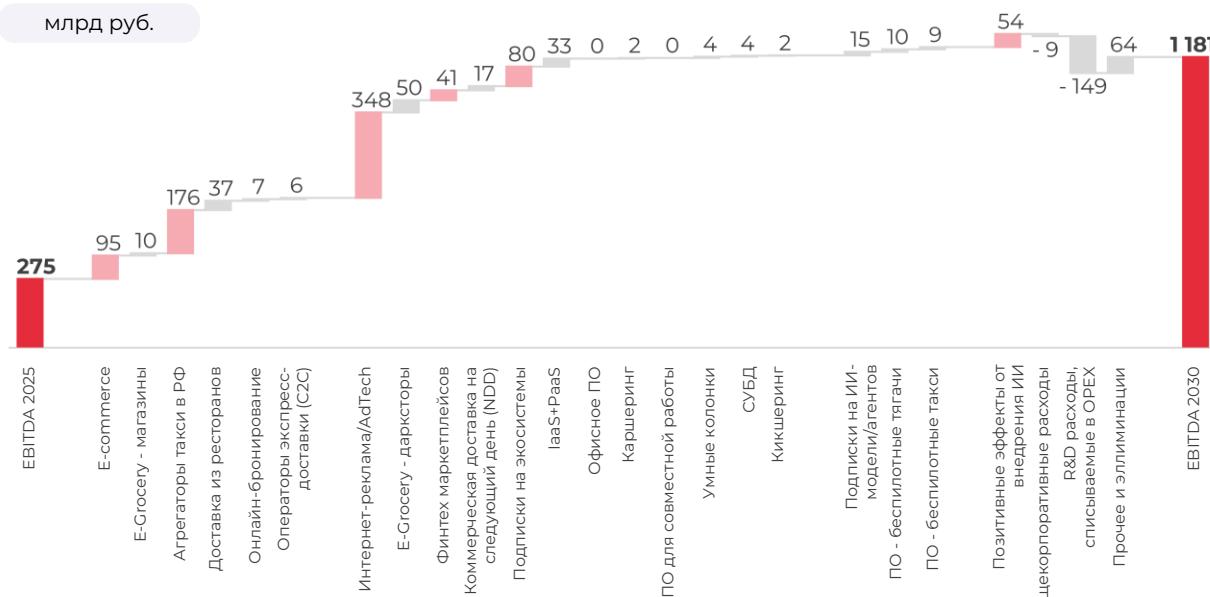
➤ Наибольший вклад в рост выручки Яндекса к 2030 г. внесут бизнес-юниты, подсвеченные на графике ниже. Основное увеличение EBITDA также придется на эти же сегменты

Детализация роста выручки к 2030 г. по бизнес-юнитам Яндекс*



Источник: Совкомбанк

Детализация роста EBITDA к 2030 г. по бизнес-юнитам Яндекс*



Источник: Совкомбанк

* Под выручкой направления «Финтех маркетплейсов» подразумевается сумма комиссионных и процентных доходов, под EBITDA направления – его EBT



02

Deep-dive в рынки



Интернет-Реклама

Продукты Яндекс:

Рекламная сеть
Яндекс (РСЯ)



Яндекс
Бизнес



Яндекс
Директ



Яндекс
URbanAds



Яндекс
Метрика



Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по выручке**1 235**
млрд руб.**2 899**
млрд руб.**CAGR рынка '25-'30****19%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****45%****Доля Яндекса на рынке****34%****33%**

Выручка Яндекса от этого направления

553
млрд руб.**1 268**
млрд руб.**Доля в выручке Яндекса****35%****30%**

EBITDA Яндекса от этого направления

280
млрд руб.**628**
млрд руб.**Доля в EBITDA Яндекса****102%****53%**

Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов

в РФ
1,2xв мире
2,4x

Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов

в РФ
6,4xв мире
9,4x

➤ Наш взгляд на рынок

Взрывной рост рынка интернет-рекламы в 2023-2024 гг. по большей части был обусловлен тремя факторами:

1. Сокращение рекламного инвентаря (предложения) вследствие **ухода Google и Meta* с рынка**, а также запрета на официальную рекламу через эти площадки. Это **вызывало рост цен на 30–40% г/г на традиционные форматы интернет-рекламы** (баннерная и контекстная реклама в браузерах, сервисах объявлений и социальных сетях)
2. Рост цен на традиционные каналы **при ограниченном рекламном инвентаре** привел к тому, что клиенты начали искать более дешевые пути **с доступом к новой аудитории**. Существенную популярность смогла завоевать реклама на маркетплейсах – **«ритейл-медиа»**. В частности с 2022 г. по 2024 г. объем рекламных бюджетов, проходящих через этот канал увеличился почти в 5 раз и в 2024 г. канал занял второе место в структуре рынка с долей 22%. Также компании начали активно покупать рекламу у блогеров в Telegram, Instagram*, YouTube и других каналов в обход ограничений через нативную рекламу.
Развитие новых рекламных форматов расширило инвентарь и увеличило объем рынка
3. **Новым брендам**, пришедшим на смену иностранным, **было необходимо заявить о себе и повысить узнаваемость**. Соответственно они тратили на рекламу больше, чем если бы они давно присутствовали на рынке и текущий год был бы для них обычным.

Сейчас российский рынок рекламы находится в стадии спокойной трансформации, а не в фазе дестабилизации. **Опасения, что пользователи массово уйдут в чат LLM и перестанут видеть баннеры и контекст, пока не подтверждаются**: доля поисковых запросов, обрабатываемых через такие интерфейсы, составляет не более 3%.

Мы считаем, что ИИ, наоборот, помогает улучшать алгоритмы поиска и эффективность рекламы через канал поисковика и, соответственно, стимулирует спрос на эти каналы со стороны рекламодателей дальше. Это помогает удерживать высокий темп роста выручки от интернет-рекламы.

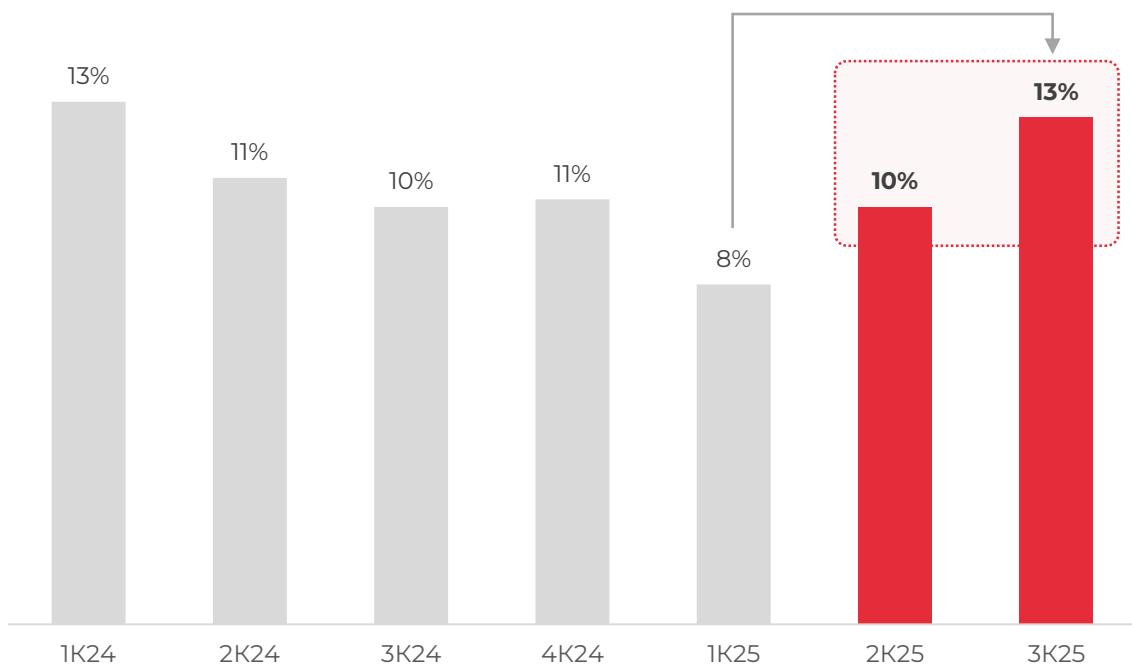
Более того, развитие LLM и встраивание их в поисковую выдачу может помочь разработчикам «поисковиков» ускорять рост выручки от рекламы.

Google на западе и Яндекс в РФ, встроили ИИ ответы прямо в поиск: пользователь получает краткое резюме с кликабельными ссылками и продолжает путь внутри привычного интерфейса. Это снижает стимул уходить в отдельные LLM приложения и поддерживает стабильность трафика и монетизации.

Весной 2025 г. Google запустила режим ИИ в поисковике и браузере Chrome. Это, а также начало более осязаемых эффектов от применения ИИ на улучшение рекомендательных и поисковых алгоритмов позволило ускорить темпы роста выручки рекламного сегмента с 8% г/г по итогам 1К25 до 13% г/г по итогам 3К25.

**Meta и соцсети компании Facebook и Instagram признаны экстремистскими и запрещены в РФ*

Динамика рекламной выручки Google



Источник: Alphabet, Совкомбанк

▶ **Пока что мы не видим существенного риска перехода пользователей сразу в интерфейсы ИИ-платформ и последовательного ухода рекламодателей с традиционных каналов на эти платформы. В ближайшем будущем также не ожидаем появления такого риска.**

Мы ожидаем, что рекламные бюджеты постепенно будут переходить от традиционных методов продвижения (например, поисковая оптимизация и платная реклама в поиске) к новым форматам, включая спонсируемые блоки и встроенные рекламные элементы в результатах, сформированных искусственным интеллектом.

При этом традиционные методы продвижения будут улучшаться. Код алгоритмов рекомендаций и таргетинга будет дальше улучшаться за счет больших возможностей доработки кода за счет ИИ и улучшения ML-моделей на клиентских данных благодаря ИИ и росту вычислительных мощностей. Это повысит отдачу от вложений в рекламу (ROI) и поддержит интерес рекламодателей к размещению на платформах Яндекса.

Наш прогноз рынка строится методом bottom-up с помощью детальных финансовых моделей по основным игрокам рынка совокупно сформировавшим по итогам 2024 г. долю в 74%.

Основные факторы роста:

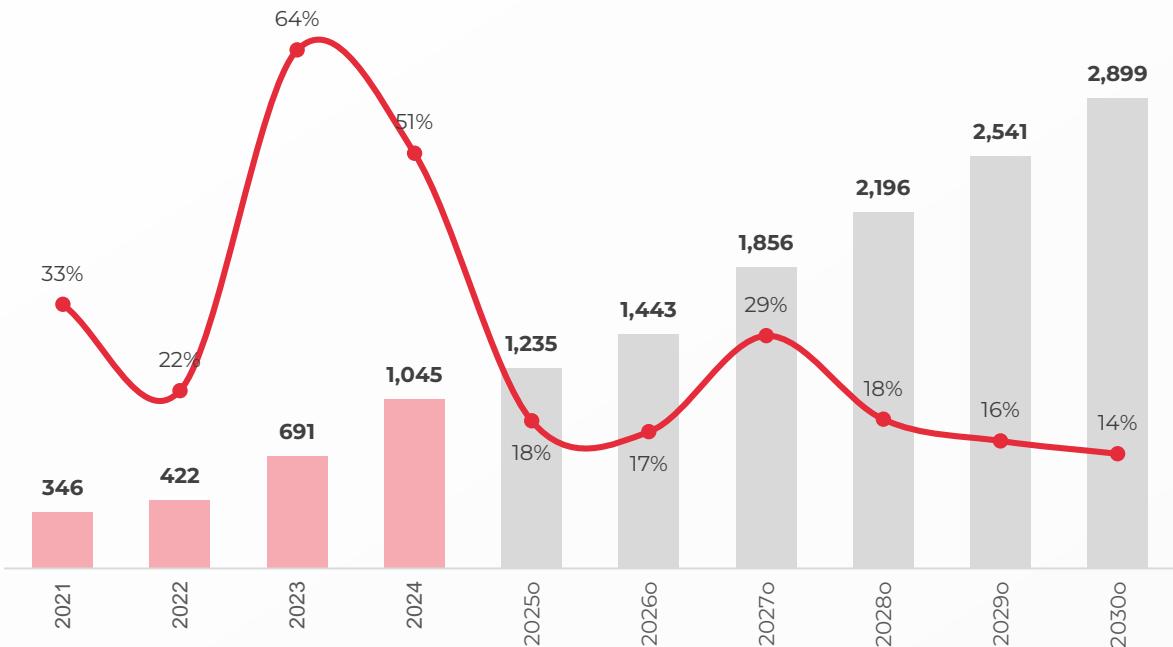
- **В 2027 г. на фоне реализации отложенного спроса ожидаем ускорения темпов роста**
- **На долгосрочном горизонте прогнозирования ожидаем, что темпы роста останутся двузначными на фоне:**
 1. Медиаинфляции на уровне 5-7%
 2. Росту экономики РФ и рекламных бюджетов компаний
 3. Улучшения эффективности рекомендательных и рекламных алгоритмов за счет ИИ, что приведет к большей эффективности рекламных кампаний и простимулирует спрос.

Факторы, ограничивающие дальнейшее развитие:

- Для всех игроков (в меньшей степени — для игроков с инновационными форматами рекламы или с наибольшей эффективностью в традиционных каналах) **мы ожидаем замедления темпов роста в 2025 г.**
- **В 2026 г. мы не ожидаем значимого восстановления темпов роста** на фоне слабой макроэкономической конъюнктуры и жесткой ДКП, что в свою очередь негативно скажется на рекламных бюджетах клиентов.

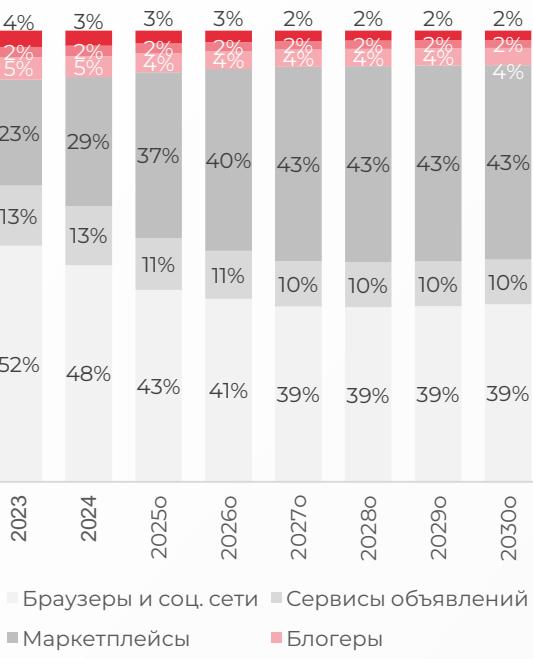
Объем и темпы роста рынка

млрд. руб. и %

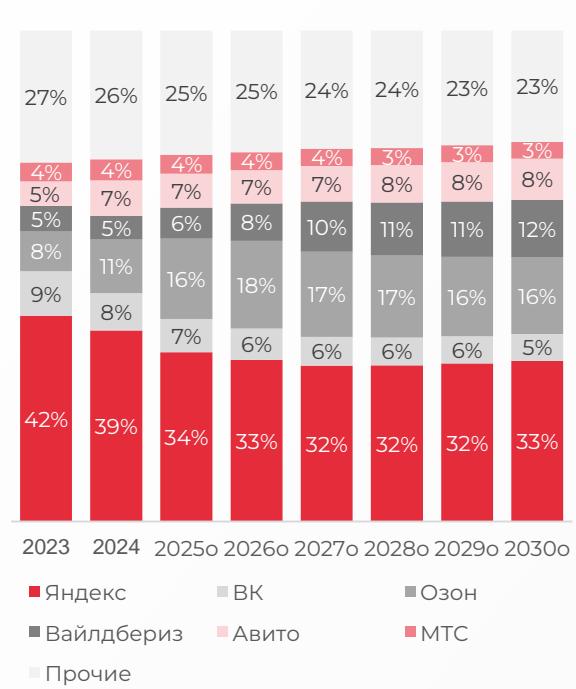


Источник: АРИР, АКАР, Совкомбанк

Структура рынка



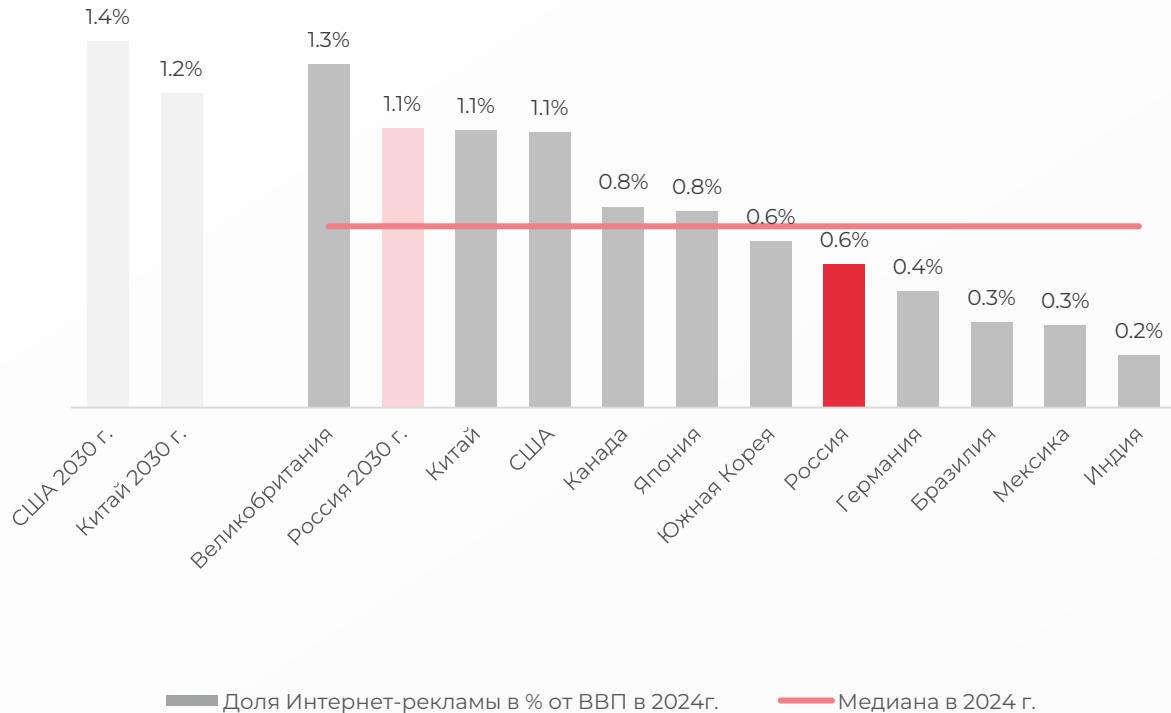
Доли игроков рынка



Источник: АРИР, АКАР, Совкомбанк

Источник: Совкомбанк

Проникновение рынка Интернет-рекламы в номинальный объем ВВП по странам-лидерам в Digital Ad



Источник: Совкомбанк, Emarketer, Statista, WEO database (IMF)

Ключевые показатели и мультиплекторы российских и зарубежных компаний рынка Интернет-рекламы

	Ключевые показатели					Мультиплекторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24-'29	Сред. рентаб FCF '24-'29	ND/ EBITDA '25	EV/ Выручка '25	EV/ EBITDA '25	EV/ EBITDA '26	P/E '25	P/E '26
Яндекс	24%	23%	9%	8%	1x	1,2x	6,4x	4,7x	31x	12x
ВК	16%	13%	-11%	-12%	4x	1,8x	11x	13x	< 0x	< 0x
Медиана	20%	18%	-1%	-2%	2,2x	1,5x	8,9x	8,8x	31x	12x
Премия/(Дисконт) к медианному мультиплектору peerset		12 п.п	-6 п.п	-17 п.п	-19 п.п	2,7x	-36%	-5%	19%	79%
Alphabet	13%	47%	31%	19%	(0,4x)	8,2x	19x	15x	26x	25x
Tencent	10%	46%	35%	28%	(0,4x)	6,9x	16x	14x	21x	19x
Meta Platforms*	16%	60%	34%	19%	(0,2x)	7,8x	13x	11x	23x	20x
Baidu	5%	24%	18%	17%	(3,9x)	1,6x	9x	7x	17x	15x
Snap	10%	11%	9%	7%	2,5x	2,4x	26x	18x	28x	20x
Trade Desk	17%	38%	30%	25%	(1,3x)	7,6x	19x	16x	27x	22x
Criteo	2%	25%	16%	13%	(0,7x)	0,7x	2,2x	1,9x	4,8x	4,8x
Magnite	9%	32%	16%	23%	(1,1x)	3,2x	9,4x	7,4x	17x	14x
Pubmatic	4%	18%	-6%	22%	(2,5x)	0,9x	4,9x	3,8x	(13x)	(13x)
Roku	11%	10%	4%	9%	(5,6x)	2,9x	34x	23x	422x	92x
WPP	0%	15%	6%	5%	1,9x	0,5x	3,7x	3,3x	4,2x	4,2x
Omnicom Group	3%	17%	11%	10%	0,7x	1,0x	6,1x	5,6x	8,7x	7,6x
Publicis Groupe	5%	21%	12%	12%	(0,3x)	1,4x	6,4x	6,1x	12x	11x
Медиана	9%	24%	16%	17%	(0,4x)	2,4x	9,4x	7,4x	17x	15x

Источник: Совкомбанк, Refinitiv

*(Meta и соцсети компании Facebook и Instagram признаны экстремистскими и запрещены в РФ)

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных компаний-аналогов и темпов роста российского рынка Интернет-рекламы



Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Рентабельность иностранных компаний рынка интернет-рекламы



Рентабельность РФ компаний рынка интернет-рекламы



Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Источник: Совкомбанк, компании

E-Commerce

Продукты Яндекс:

Яндекс Маркет



Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по GMV

13 903
млрд руб.29 034
млрд руб.Объем рынка
по выручке2 085
млрд руб.4 355
млрд руб.CAGR GMV
рынка '25-'30

16%

Целевая рентабель-
ность EBITDA
на рынке от выручки

12%

Доля Яндекса
на рынке

5%

5%

Выручка Яндекса
от этого направления155
млрд руб.603
млрд руб.Доля в выручке
Яндекса

9,7%

14%

EBITDA Яндекса
от этого направления-25
млрд руб.70
млрд руб.Доля в EBITDA
Яндекса

-9%

6%

Мультиликатор
EV/Выручка '25 аналоговв РФ
1,1xв мире
2,5xМультиликатор
EV/EBITDA '25
аналоговв РФ
6,5xв мире
16x

➤ Наш взгляд на рынок

Проникновение E-Commerce в РФ выросло с 10% розничных продаж в 2021 до 23% в 2025 г. (с 1% до 6,6% ВВП).

Мы считаем, что этот рынок перешел в новую стадию развития, которая предполагает не расширение бизнеса любой ценой, а улучшение экономики.

Сбер МегаМаркет, развивавшийся за счёт агрессивных скидок, в 2025 г. покинул рынок. Это позволило оставшимся игрокам направлять меньше денег на скидки клиентам и больше на развитие инфраструктуры. Это также позволило повысить комиссии для селлеров в 2025 году.

Также стоит отметить активные усилия отдельных игроков (Озон) по снижению операционных расходов. Например, компания по итогам 1П25 показала рост расходов на транспортировку на 0,5% г/г при росте GMV на 49% г/г, за счет оптимизации логистических маршрутов.

Таким образом, в будущем **ожидаем дальнейший рост net Take-Rate** маркетплейсов (gross Take-Rate – инвестиции в скидки). При этом, **ожидаем, что рост будет происходить в основном за счет снижения инвестиций в скидки для покупателей.** Так как средние **gross Take-Rate** по большинству товаров **уже составляют 25-30%, что совпадает с уровнем Amazon.**



Как мы уже отметили, в течение 2025 года **площадки последовательно увеличивали комиссии для продавцов. На первый взгляд, это должно было вызвать массовый уход селлеров** (ставки по ряду категорий доходят до 40–50% от выручки селлера), **но фактически это работает не так тривиально.**

Наш взгляд на механику повышения комиссий смотрите на следующей странице.

При повышении комиссии со стороны площадки логичным действием продавца становится повышение цены для покупателя. Повышение комиссии с средних 15-20% до 35-40% за год без роста цен на свою продукцию смогли бы выдержать лишь единицы селлеров, так как большинство продавцов являются по сути реселлерами импортных товаров с низкой рентабельностью по EBITDA на уровне примерно 10-15%.

Но при этом в течение 2025 года не наблюдалось существенного роста фактически уплачиваемых цен. Например GMV Озона на 1 заказ за 9M25 снизился на 11% г/г. Помимо этого, net take-rate маркетплейсов не демонстрировала резкого улучшения, вообще показатель вырос всего на 1,7 п.п г/г до 9,9% за 9M25.

➤ Как так происходит? Почему цены не растут, хотя селлеры их поднимают?

Ответ

Дополнительный доход от комиссий маркетплейсы в значительной степени реинвестируют в скидки покупателям и стимулирование их спроса. На наш взгляд, типичная механика выглядит так:

1. Платформа поднимает комиссию на 5%
2. Продавцы повышают цены на 5%
3. Маркетплейс повышает скидки *

В результате конечная цена и экономика селлера остаются близкими к прежним уровням.

* Тут кроется еще один вопрос:

➤ Зачем так делать, ведь ничего не меняется?

Ответ

Маркетплейсы имеют доступ к гораздо большему количеству данных о пользователях, чем селлеры. На основе изучения и анализа этих данных с помощью ML и дополнительной оптимизации рекомендательных алгоритмов с помощью ИИ, **ИТ-системы маркетплейсов гораздо лучше селлера понимают в какой день конкретный клиент захочет приобрести определённый товар**. И именно на этот товар, конкретному покупателю, в конкретный день маркетплейс предложит скидку.

То есть **маркетплейсы** имея значительный денежный поток от комиссий и опираясь на ML/Big Data, **могут перераспределять скидки более точно**, тем самым **ускоряя товарооборот селлера и увеличивая GMV, проходящий через площадку, и увеличивая ROI как для себя, так и для селлера**.

При этом для покупателя цены по многим позициям остаются сопоставимыми или ниже онлайн, а удобство (проще получить заказ в ПВЗ у дома, чем ехать в онлайн-магазин) формирует устойчивое предпочтение канала.

Поэтому мы прогнозируем что несмотря на весь шум вокруг роста комиссий GMV маркетплейсов продолжит уверенный рост.

Наш прогноз рынка строится методом bottom-up с помощью детальных финансовых моделей по основным игрокам рынка совокупно сформировавшим по итогам 2024 г. долю в 78%.

Несмотря на ряд ограничивающих факторов мы ожидаем, что рынок в 2025-2027 гг., все равно продолжит расти с темпами выше 20% г/г., а в долгосрочном периоде сохранит двузначные темпы роста.

Основные факторы роста:

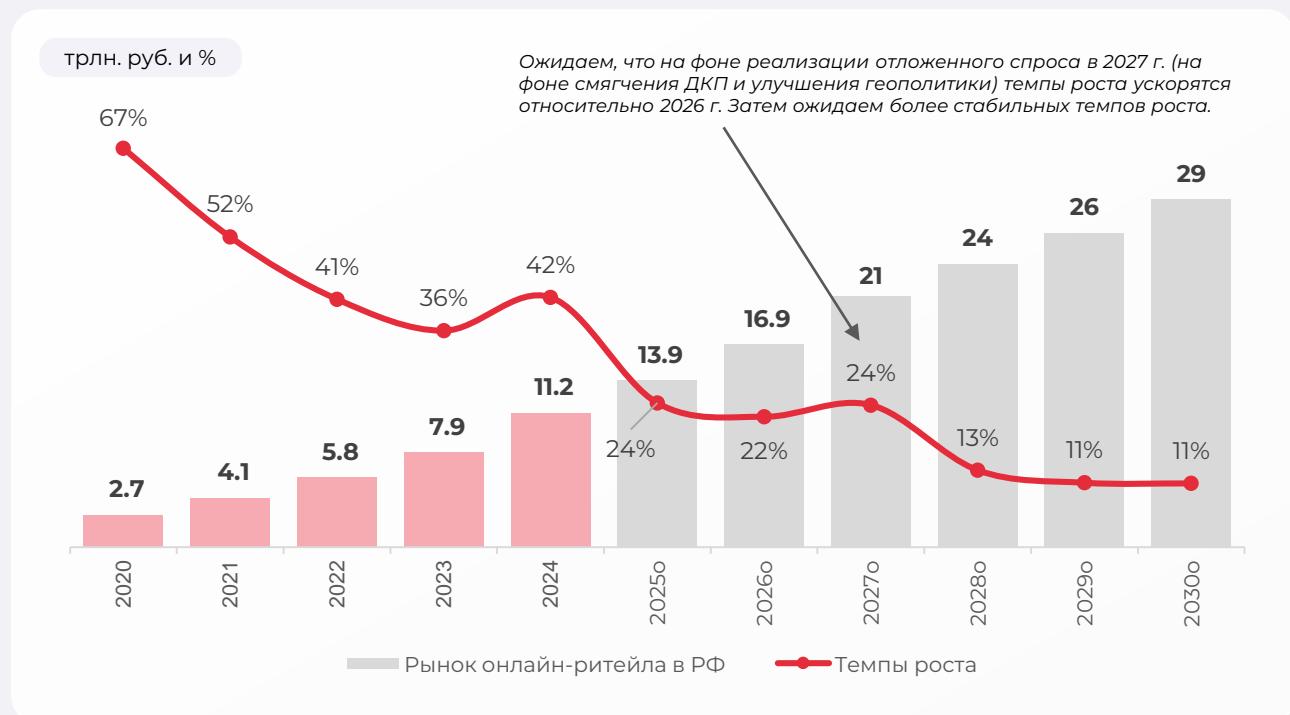
- В долгосрочной перспективе **фундаментальным драйвером роста является смена поколений потребителей и следующее за этим формирование устойчивой привычки совершать покупки онлайн**. Это становится повседневной нормой, соответственно и доля E-Commerce в ритейле растет с каждым годом
- Рост среднего чека на фоне инфляции в РФ и изменения курса рубля
- Рост частоты покупок людьми, которые только недавно стали клиентами маркетплейсов
- Региональная экспансия ключевых игроков
- Жесткая ДКП и различные кризисы для потребителей в РФ будут стимулом для поиска низких цен на товары. Мы предполагаем, что искать дешевые товары будут в первую очередь на маркетплейсах, и там же их покупать.

Согласно опросам (см. [приложение](#)) население, совершающее покупки на маркетплейсах, ценит их за возможность найти аналогичный товар по более низкой цене.

Факторы, ограничивающие дальнейшее развитие:

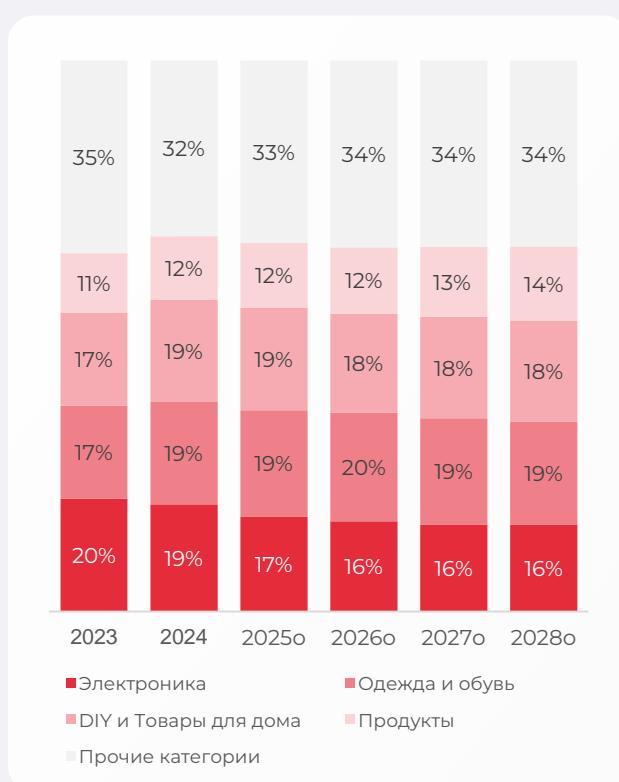
- **Маркетплейсы будут постепенно снижать скидки на товары, что в свою очередь приведет к замедлению темпов роста количества продаваемых товаров на маркетплейсах**
- Помимо этого **ожидаем снижения темпов роста кол-ва продаваемых товаров из-за частичного оттока ряда селлеров (в первую очередь имеем в виду МСБ и ИП), которые не смогут конкурировать с более эффективными и крупными селлерами** в условиях роста комиссий маркетплейсов, ухудшения налоговой и экономической конъюнктуры.

Объем и темпы роста рынка в объемах GMV



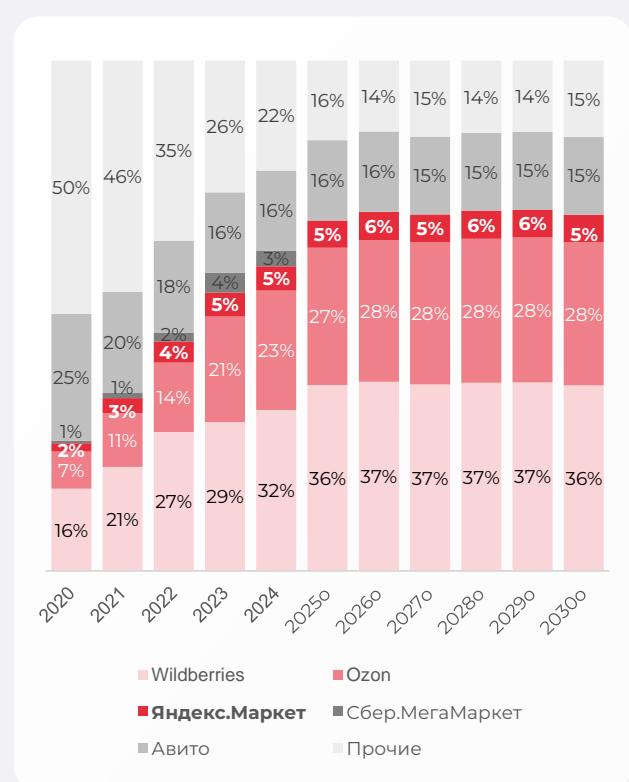
Источник: Совкомбанк, Infoline

Структура рынка в объемах GMV



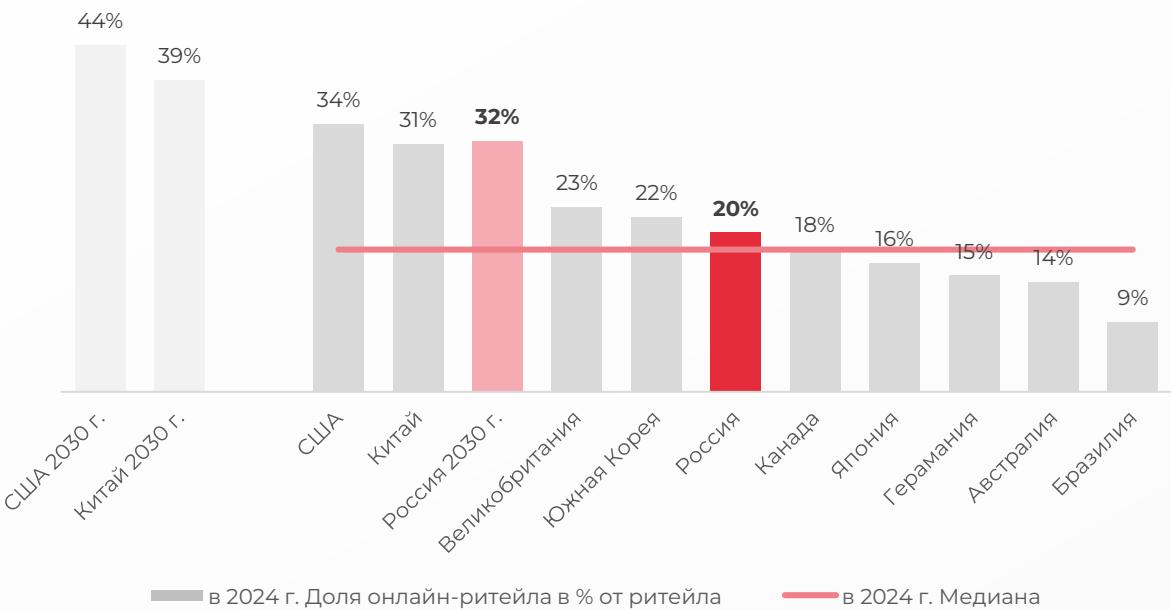
Источник: Совкомбанк, Infoline

Доли игроков рынка в объемах GMV



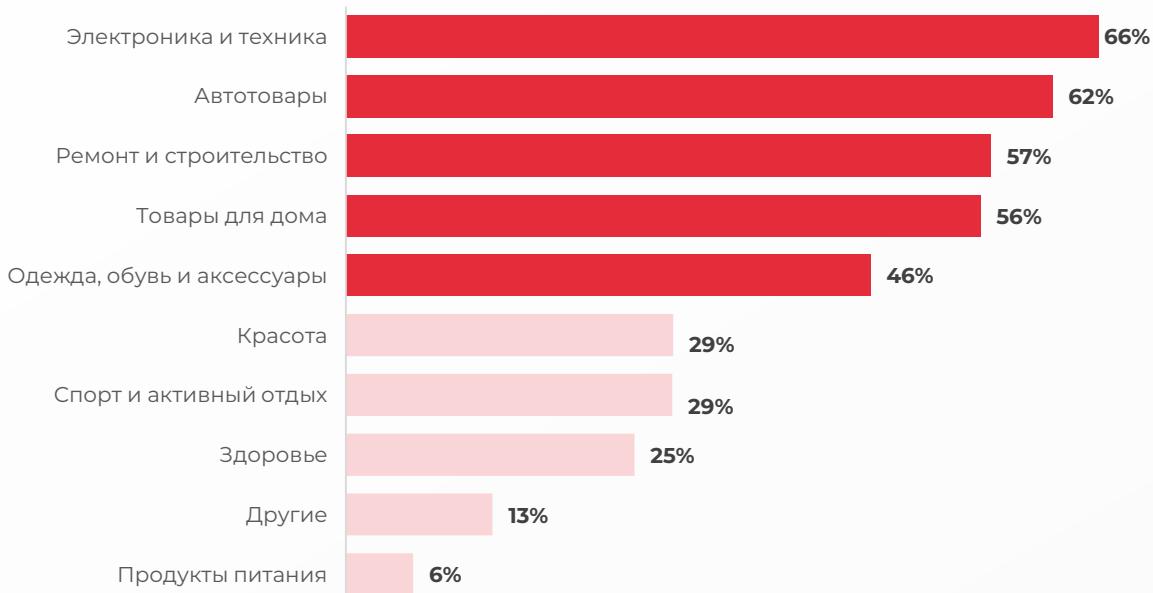
Источник: Совкомбанк, Infoline

Проникновение онлайн-ритейла в общий рынок ритейла по странам-лидерам в E-commerce



Источник: Совкомбанк, Statista

Текущее проникновение онлайн продаж по категориям товаров в РФ по итогам 2024 г.



Источник: Совкомбанк

Ключевые показатели и мультиплекторы российских и зарубежных компаний рынка E-Commerce

	Ключевые показатели					Мультиплекторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24-'29	Сред. рентаб FCF '24-'29	ND/ EBITDA '25	EV/ Выручка '25	EV/ EBITDA '25	EV/ EBITDA '26	P/E '25	P/E '26
Озон	29%	18%	4%	13%	1,0	1,1x	6,5x	4,6x	37x	16x
Премия/(Дисконт) к медианному мультиплектору peerset	21 п.п	1 п.п	-6 п.п	4 п.п	2,2x	-56%	-58%	-67%	35%	-20%
Amazon	11%	26%	12%	7%	(0,3x)	3,7x	16x	13x	35x	31x
Mercado_Libre	24%	16%	10%	13%	(1,1x)	4,0x	27x	20x	53x	37x
Alibaba Group	8%	19%	15%	9%	(1,2x)	2,5x	16x	12x	22x	19x
Meituan	10%	10%	8%	8%	(29x)	1,2x	137x	11x	< 0x	21x
Pinduoduo	9%	26%	28%	28%	(3,0x)	2,5x	11x	7,4x	13x	11x
Shopify	23%	17%	19%	20%	(2,7x)	17,9x	105x	78x	111x	87x
Jd.Com	6%	4%	3%	3%	(4,4x)	0,2x	9,3x	5,2x	13x	9,2x
Chewy	8%	6%	3%	4%	(1,1x)	1,1x	19x	15x	55x	42x
Ebay	5%	31%	23%	20%	1,2x	3,7x	12x	11x	14x	14x
Vipshop	1%	10%	8%	6%	(2,1x)	0,5x	4,7x	4,1x	8,3x	8,0x
Wayfair	5%	6%	3%	4%	2,1x	1,2x	20x	17x	41x	34x
Etsy	5%	24%	11%	20%	2,0x	2,5x	10x	10x	27x	17x
Медиана	8%	17%	11%	8%	(1x)	2,5x	16x	12x	27x	20x

Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных компаний-аналогов и темпов роста российского рынка E-Commerce



Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика рентабельности иностранных компаний рынка E-commerce (рассчитано от выручки)



Динамика рентабельности Озон Яндекс не раскрывает показатели EBITDA и FCF Яндекс.Маркета отдельно (рассчитано от выручки)



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Источник: компания, Совкомбанк



E-Grocery

Продукты Яндекс:

Яндекс Еда



Яндекс Лавка



E-Grocery

➤ Наш взгляд на рынок

Проникновение E-Grocery в РФ выросло с 2% розничных продаж продуктов и готовой еды в 2021 до 6% в 2025 г.

В отличие от рынка E-commerce, где наблюдается олигополия, **рынок e-grocery остаётся высококонкурентным и пока не достиг стадии активной монетизации.**

После насыщения столичных рынков, игроки E-Grocery активно расширяют географию присутствия, осваивая региональные центры и даже небольшие города. Это требует продолжения значительных инвестиций в логистическую инфраструктуру, включая открытие новых дарксторов, конкуренцию за ограниченные трудовые ресурсы и налаживание эффективной доставки на "последней миле".

Наш прогноз рынка основывается на материалах аналитических агентств, фокусирующихся на данном исследовании сегмента, а также на нашем понимании ценовых, макроэкономических и операционных факторов рынка, в целом, и потенциала развития компаний сегмента, в частности.

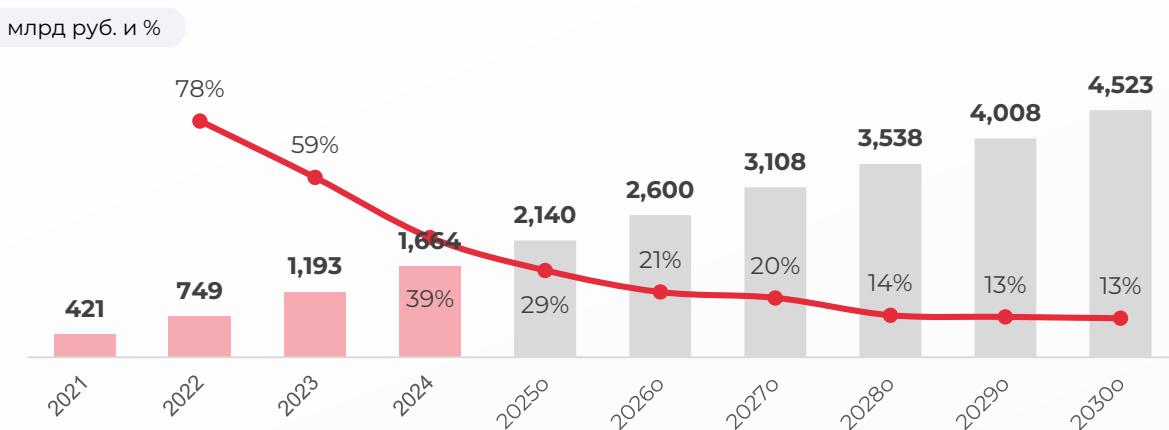
Основные факторы роста:

- В долгосрочной перспективе **фундаментальным драйвером роста является смена поколений потребителей и следующее за этим формирование устойчивой привычки заказывать продукты онлайн.** Это становится повседневной нормой, соответственно и доля E-Grocery в продуктовом ритейле растет с каждым годом
- **Усиление конкуренции.** Рынок E-Grocery характеризуется **высокой конкуренцией**, что заставляет компании постоянно улучшать сервис и ценовое предложение. **Ценовая конкуренция** и регулярные промо-акции стимулируют спрос и привлекают новых пользователей, чувствительных к стоимости
- **Инвестиции в логистику.** Для поддержания устойчивого роста игроки рынка развиваются экспресс-доставку, расширяют спектр доступных сервисов и наращивают количество дискаунтеров и дарксторов
- **Региональная экспансия** ключевых игроков.

Факторы, ограничивающие дальнейшее развитие:

- **В 2024–2025 гг.** рост онлайн-рынка продуктового ритейла замедлился: с 48% в начале периода до ~28% к середине 2025 г. Если ранее драйвером был реальный спрос, то с середины 2025 г. всё больший вклад вносит инфляция. Жесткая ДКП ограничивает темпы роста спроса
- **Дефицит кадров рабочих специальностей и рост затрат на персонал.** Рынок E-Grocery по-прежнему будет испытывать дефицит персонала, особенно курьеров и сборщиков заказов. Это приводит к постоянному росту заработных плат и бонусов, что повышает операционные издержки и снижает рентабельность
- Насыщение рынков в отдельных локациях и регионах
- В дальнейшем можно ожидать снижение инвестиций в скидки и рост стоимости доставки, что замедлит темпы роста E-Grocery.

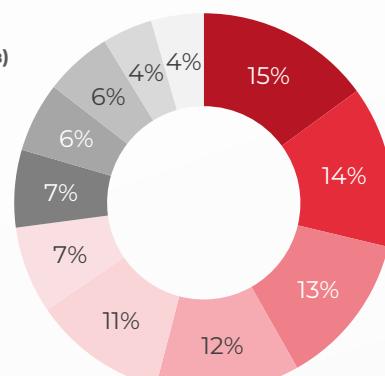
Объем и темпы роста рынка



Источник: InfoLine, Совкомбанк

Доли игроков рынка в 2024г.

- Самокат
- Я.Лавка + Я.Маркет (Еда) + Я.Еда (доставка только из магазинов)
- X5
- Сбермаркет (Купер)
- Вкусвилл
- Озон (Ozon Fresh)
- Вайлдберриз (Еда)
- Магнит
- Metro
- Лента
- Прочие



Источник: InfoLine, Совкомбанк

➤ **Мы выделяем два принципиально разных формата доставки:**

1. **Из розничных магазинов и ресторанов (3Р-модель)**
2. **И из дарксторов (1Р-модель)**

Разберем на примере Яндекса, который присутствует в обоих форматах:

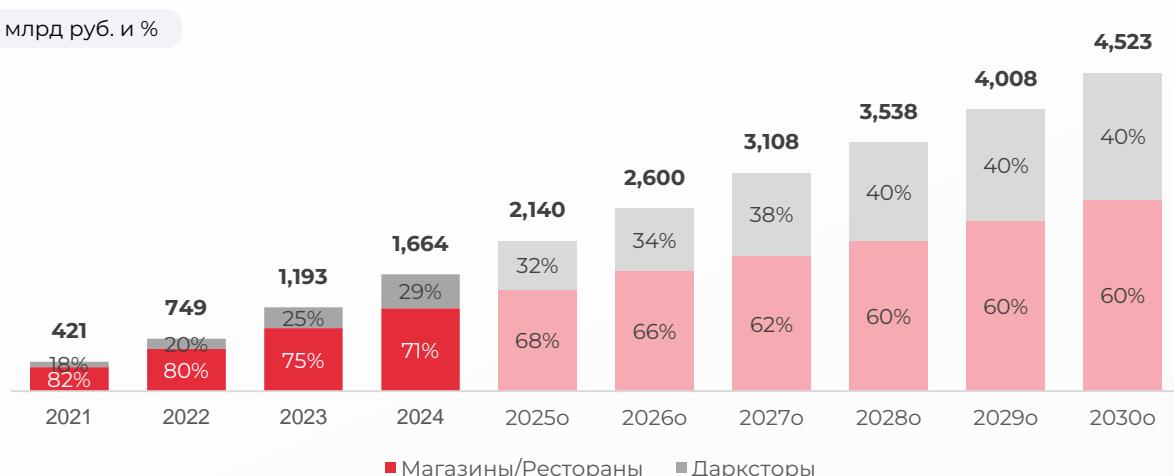
В модели доставки из магазинов/ресторанов Яндекс функционирует как агрегатор. Платформа показывает пользователю доступные магазины/рестораны и принимает заказ в пользу выбранного партнера. Доставку выполняет либо собственная курьерская сеть Яндекса, либо курьер партнера. В рамках этой 3Р-модели Яндекс не владеет товарными запасами и не хранит продукцию на собственных складах. Вознаграждение курьеров не является зарплатой, а носит транзакционный, сдельный характер. Таким образом, CAPEX и OPEX сведены к минимуму. Основный расход – выплаты партнерам и курьерам. **Выручка формируется в виде комиссии (take-rate) с оборота партнеров.**

Доставка из дарксторов – это 1Р-бизнес. Яндекс владеет и операционно управляет дарксторами, формирует ассортимент, закупает товар у поставщиков и отображает его в приложении Яндекс.Лавка. Сборку товаров осуществляют сотрудники в дарксторах. Исполнение заказа и доставка осуществляются курьерами Яндекса. В этой модели компания несет прямые затраты на закупку, хранение и операционную инфраструктуру (аренда, персонал), но при этом не делит выручку с партнерами: по сути, **весь GMV по этому каналу признается выручкой компании.**

Поэтому важно разделять эти модели.

➤ **Общая картина масштаба рынка E-Grocery вместе с разделением на форматы представлена ниже на графике**

Объем рынка E-Grocery и его структура по сегментов.



E-Grocery. Доставка из магазинов

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по GMV

1 447
млрд руб.

2 729
млрд руб.

Объем рынка по выручке

203
млрд руб.

382
млрд руб.

CAGR GMV рынка '25-'30

14%

Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки

14%

Доля Яндекса на рынке

9%

10%

Выручка Яндекса от этого направления

23
млрд руб.

60
млрд руб.

Доля в выручке Яндекса

1,4%

1,4%

EBITDA Яндекса от этого направления

-4
млрд руб.

6
млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса

-1,4%

0,5%

Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов

в РФ
1,1x

в мире
1,2x

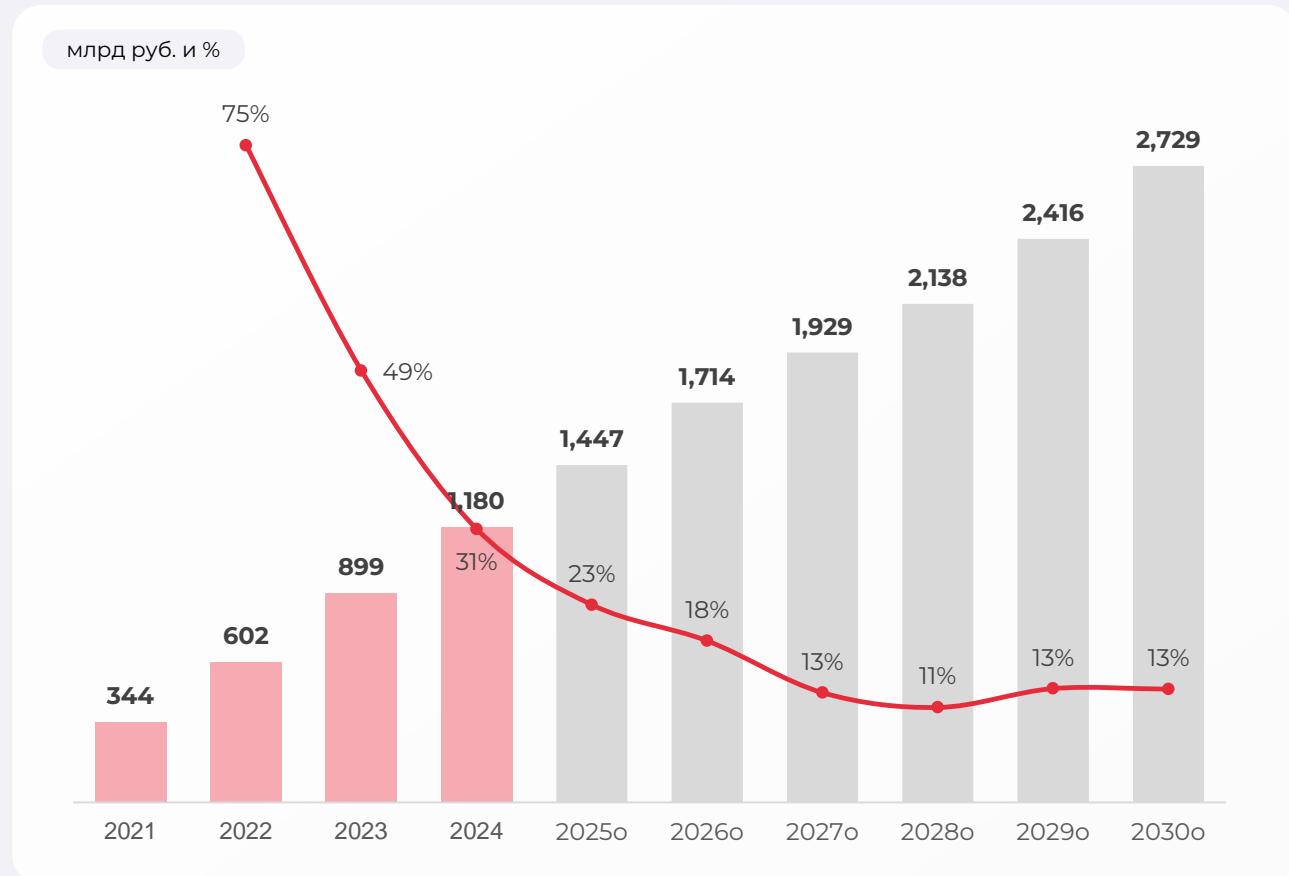
Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов

в РФ
6,5x

в мире
35x

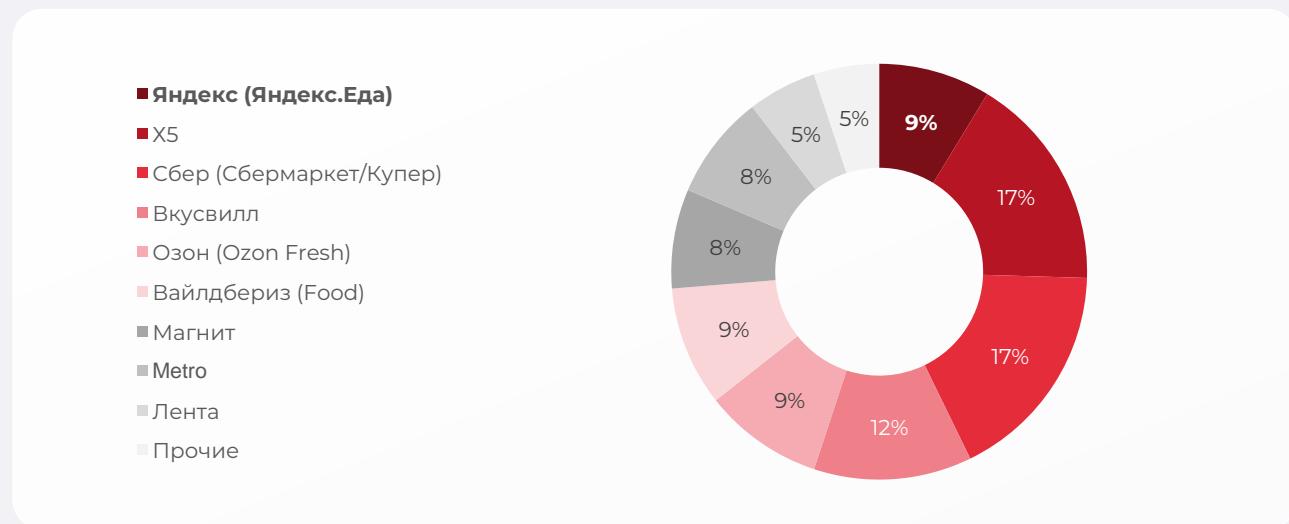
Доставка из магазинов

Объем и темпы роста сегмента рынка



Источник: InfoLine, Совкомбанк

Доли игроков рынка в 2024г.



Источник: InfoLine, Совкомбанк

E-Grocery. Доставка из дарксторов

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка
по выручке

694

млрд руб.

1 794

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30

21%

Целевая рента-
бельность EBITDA
на рынке от выручки

10%

Доля Яндекса
на рынке

27%

31%

Выручка Яндекса
от этого направления

165

млрд руб.

488

млрд руб.

Доля в выручке
Яндекса

10%

11%

EBITDA Яндекса
от этого направления

-0,4

млрд руб.

49

млрд руб.

Доля в EBITDA
Яндекса

-0,1%

4,2%

Мультиликатор
EV/Выручка '25 аналогов

в РФ

1,1x

в мире

1,2x

Мультиликатор
EV/EBITDA '25
аналогов

в РФ

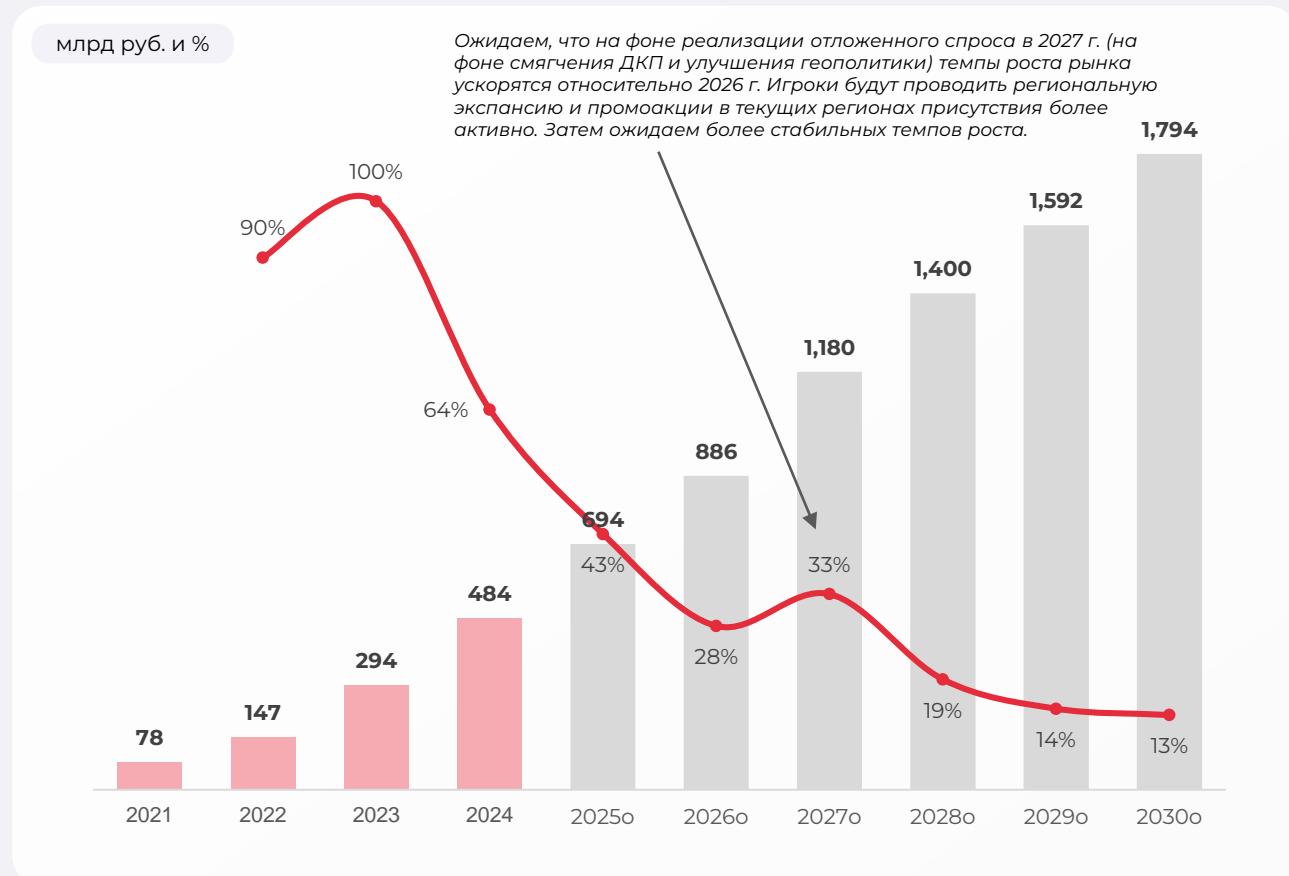
6,5x

в мире

35x

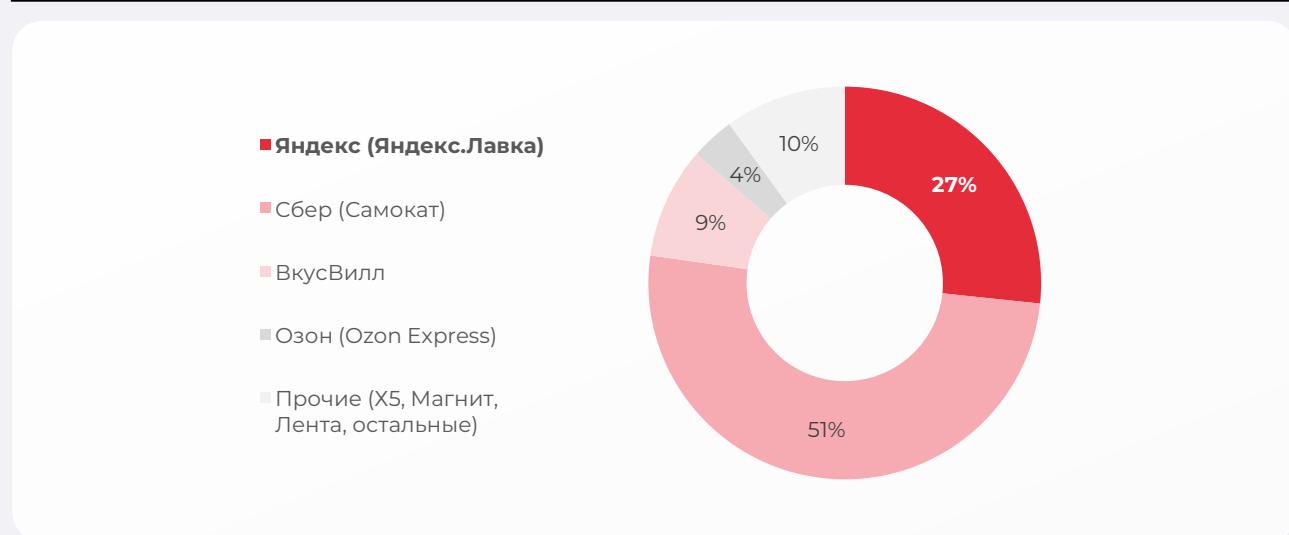
Доставка из дарксторов

Объем и темпы роста сегмента рынка



Источник: InfoLine, компании, Совкомбанк

Доли игроков рынка в 2025г.



Источник: InfoLine, компании, Совкомбанк

E-Grocery. Доставка из ресторанов

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по GMV

719
млрд руб.

1 172
млрд руб.

Объем рынка по выручке

129
млрд руб.

211
млрд руб.

CAGR GMV рынка '25-'30

10%

Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки

24%

Доля Яндекса на рынке

40%

50%

Выручка Яндекса от этого направления

64
млрд руб.

161
млрд руб.

Доля в выручке Яндекса

4%

4%

EBITDA Яндекса от этого направления

1,4
млрд руб.

39
млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса

1%

3%

Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов

в РФ
1,1x

в мире
1,2x

Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов

в РФ
6,5x

в мире
35x

Доставка из ресторанов

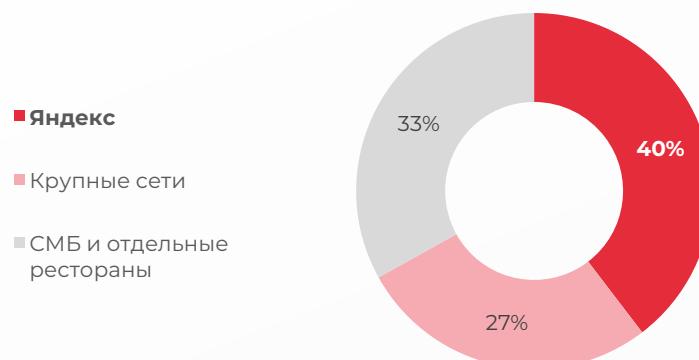
Сегмент ресторанной доставки по сути схож с доставкой из магазинов и является 3Р-моделью бизнеса. Яндекс выступает агрегатором: платформа показывает пользователю доступные рестораны и принимает заказ в пользу выбранного партнера. Доставку выполняет либо собственная курьерская сеть Яндекса, либо курьер ресторана-партнера. Выручка формируется в виде комиссии (take rate) с оборота партнеров.

Объем и темпы роста рынка



Источник: Совкомбанк

Доли игроков по GMV в прогнозном 2025г.



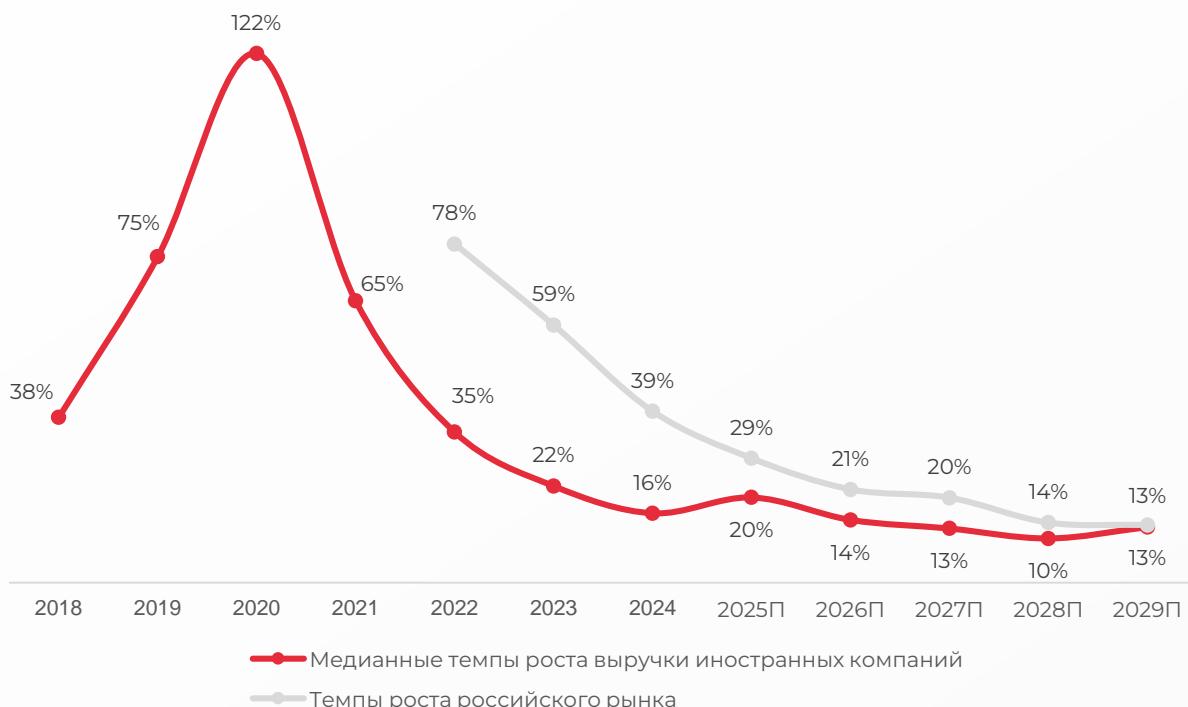
Источник: Совкомбанк

Ключевые показатели и мультиплекторы зарубежных компаний рынка E-Grocery

	Ключевые показатели					Мультиплекторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24-'29	Сред. рентаб. FCF '24-'29	ND/ EBITDA '25	EV/ Выручка '25	EV/ EBITDA '25	EV/ EBITDA '26	P/E '25	P/E '26
Grab Holdings	22%	19%	11%	9,3%	(8x)	5,7x	40x	26x	141x	61x
Meituan	10%	10%	8%	7,9%	(29x)	1,2x	137x	11x	< 0x	21x
Goto	15%	11%	0,9%	-8,1%	(13x)	2,9x	53x	22x	< 0x	93x
Doordash	18%	23%	12%	19%	(1,2x)	7,4x	35x	25x	90x	55x
Delivery Hero	16%	7%	-0,9%	0,7%	2,1x	0,6x	9x	6x	< 0x	< 0x
Hellofresh	2%	7%	1,6%	2,1%	1,0x	0,2x	4x	3x	15x	9x
Just Eat Takeaway	10%	11%	0,3%	2,8%	1,1x	1,2x	13x	9x	< 0x	69x
Медиана	15%	11%	1,6%	2,8%	(1,2x)	1,2x	35x	11x	90x	58x

Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных компаний-аналогов и темпов роста российского рынка E-Grocery



Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика рентабельности иностранных компаний рынка E-Grocery (рассчитано от выручки)



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Вероятная динамика рентабельности от выручки у платформ E-grocery Яндекса (рассчитано от выручки)



Источник: компания, Совкомбанк



Такси

Продукты Яндекс:

Яндекс Go
Такси



Uber



Везёт



Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка РФ по GMV

1 094
млрд руб.1 710
млрд руб.

Объем рынка РФ по выручке

186
млрд руб.291
млрд руб.CAGR GMV
рынка '25-'30

9%

Целевая рентабельность EBITDA
на рынке от выручки

51%

Выручка Яндекса
больше выручки
рынка такси в РФ,
так как выручка
зарубежной части
Yandex/Go генерирует
примерно 50%
выручки БЮДоля Яндекса
на рынке РФ

80%

80%

Выручка Яндекса
(РФ+Мир)
от этого направления248
млрд руб.536
млрд руб.Доля в выручке
Яндекса

16%

13%

EBITDA Яндекса
(РФ+Мир)
от этого направления98
млрд руб.274
млрд руб.Доля в EBITDA
Яндекса

36%

23%

Мультиликатор
EV/Выручка '25 аналоговв РФ
1,2xв мире
1,0xМультиликатор
EV/EBITDA '25
аналоговв РФ
6,4xв мире
18x

Такси

➤ Наш взгляд на рынок

В натуральном выражении **рынок такси демонстрирует стагнацию**, рост выручки обеспечивается главным образом увеличением среднего чека. Сегмент агрегаторов поездок в такси через приложение (**ride-hailing**) **растет быстрее «общего» рынка** за счет постепенного расширения проникновения платформ в регионах, однако потенциал роста ограничен: базовый сценарий предполагает умеренные темпы роста, преимущественно за счет цены, а не количества поездок

Драйверы ценовой динамики в ближайшие годы связаны с ростом издержек у таксопарков и водителей-партнеров из-за роста стоимости владения автомобилем (увеличение утильсбора), роста ставок по лизингу (на фоне жесткой ДКП), инфляции, потенциальной девальвации, а также регуляторных требований. Чтобы удерживать предложение на платформе и не терять партнеров, агрегаторам, включая Яндекс, придется поддерживать комиссии на уровне, обеспечивающем приемлемую экономику паркам. Это приводит к замедленным темпам роста Выручки.

Фактор роста:

➤ **Потенциальный структурный «рывок» в отрасли — внедрение автономных такси.** Если появится роботакси с удовлетворяющим таксопарки периодом окупаемости CAPEX, по сравнению с машиной с водителем, то в таком случае есть вероятность массового производства автономных машин и их внедрения в таксопарки.

При этом рост производства автономных машин будет стимулировать дальнейшее снижение их удельной стоимости, так как будут реализовываться позитивные эффекты от роста масштаба.

Теоретически масштабирование роботакси способно резко нарастить предложение и снизить удельную себестоимость поездки. Это может привести к снижению цен за поездку, что в свою очередь приведет к увеличению частотности использования такси.

Однако глобально технологии автономного вождения все еще в стадии активной разработки и пилотных проектов. Даже в наиболее продвинутых юрисдикциях проникновение ограничено отдельными зонами. С учетом технологического и регуляторного лага в **РФ мы не ожидаем существенного влияния роботакси на рынок до 2030 года.**

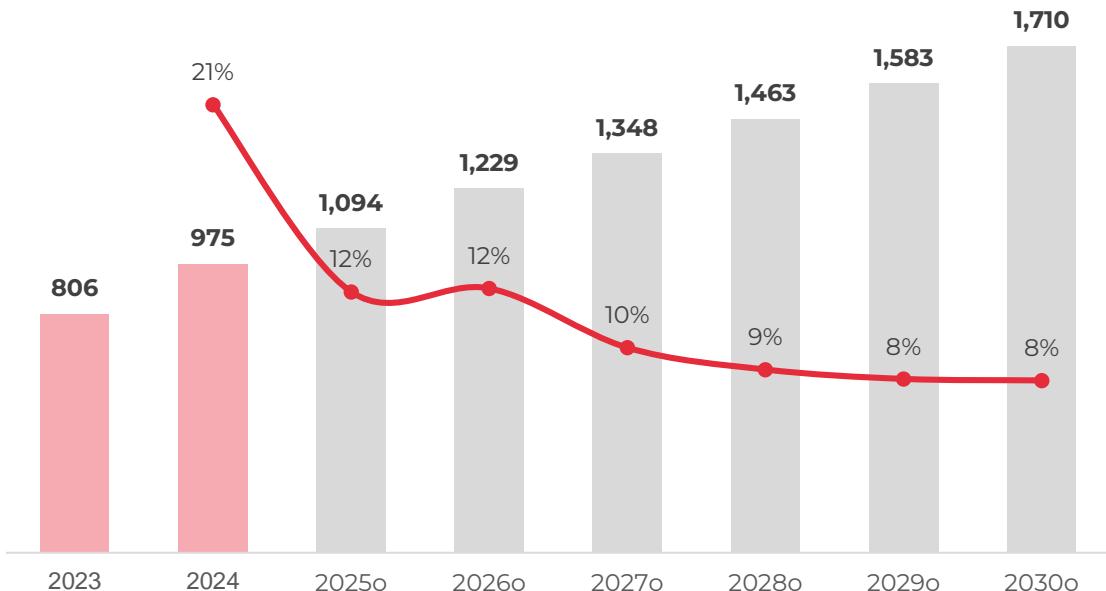
Фактор, ограничивающий рост:

➤ Высокое проникновение этой услуги в население внутри РФ.

Наш прогноз рынка основывается на прогнозной динамике поездок и среднего чека в сервисах такси Яндекса. Из-за доминирующей доли 80%, финансовые показатели компании фактически определяют динамику рынка как в натуральном, так и в стоимостном выражении.

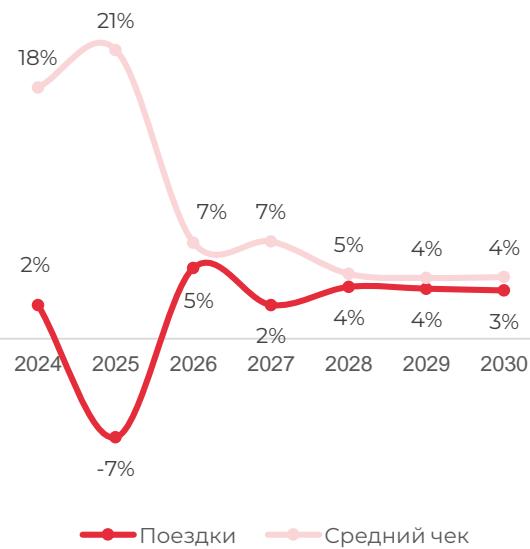
Объем и темпы роста рынка такси в РФ

млрд руб. и %



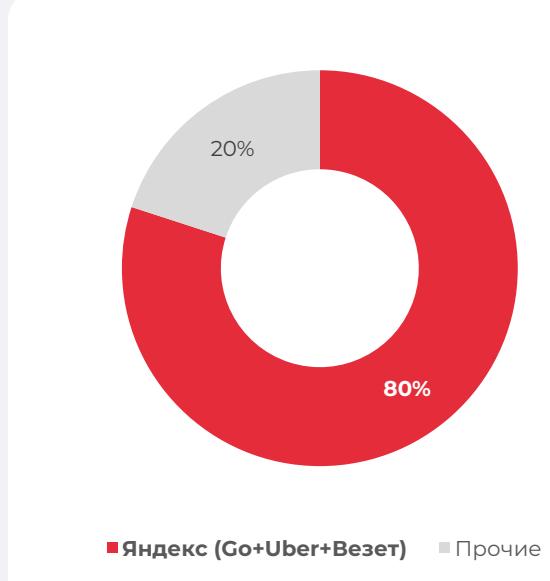
Источник: Совкомбанк

Динамика количества поездок и среднего чека в РФ



Источник: Совкомбанк

Доли игроков рынка в 2025 г.



Источник: Совкомбанк компании

Ключевые показатели и мультиплекторы зарубежных компаний рынка Ride-Hailing (агрегаторы такси)

	Ключевые показатели					Мультиплекторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24-'29	Сред. рентаб. FCF '24-'29	ND/ EBITDA '25	EV/ Выручка '25	EV/ EBITDA '25	EV/ EBITDA '26	P/E '25	P/E '26
Uber	13%	18%	16%	19%	(0,2x)	3,8x	23x	17x	27x	26x
Grab Holdings	22%	19%	11%	9,3%	(8,5x)	5,7x	40x	26x	141x	61x
Didi	0,7%	4,8%	3,5%	4,7%	(0,9x)	0,8x	18x	13x	27x	18x
Lyft	10%	8,3%	2,9%	8,7%	(2,7x)	1,0x	12x	9x	75x	38x
Медиана	10%	8,3%	3,5%	8,7%	(2,7x)	1,0x	18x	13x	75x	38x

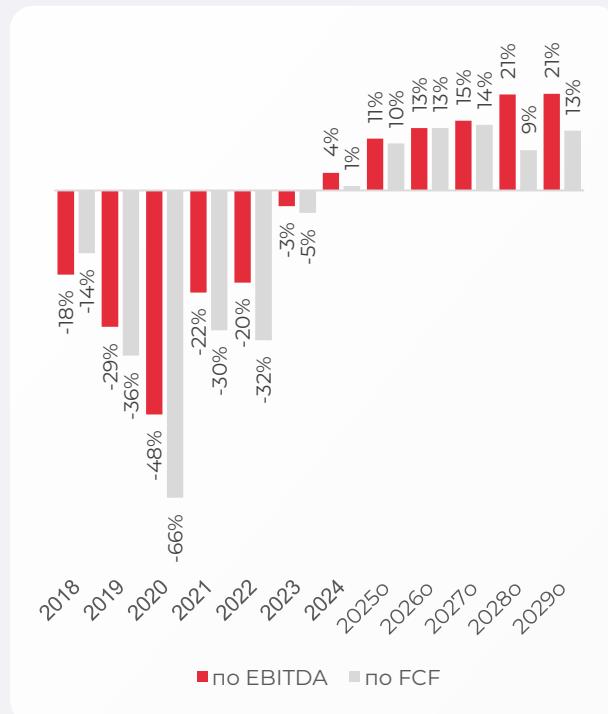
Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных компаний-аналогов и темпов роста российского рынка Такси



Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика рентабельности иностранных компаний рынка Ride-Hailing (Агрегаторы такси) (рассчитано от выручки)



Динамика рентабельности сервисов такси Яндекса (в РФ и мире) по показателям EBITDA и FCF (рассчитано от выручки)



Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Источник: компания, Совкомбанк



Каршеринг

Продукты Яндекс:

Яндекс Драйв



Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по выручке**83**

млрд руб.

187

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30**17%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****10%****Доля Яндекса на рынке****23%****23%**

Выручка Яндекса от этого направления

19

млрд руб.

42

млрд руб.

Доля в выручке Яндекса**1,2%****1,0%**

EBITDA Яндекса от этого направления

1,9

млрд руб.

4,2

млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса**0,7%****0,4%**

Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов

в РФ

1,7x

в мире

1,5x

Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов

в РФ

9,2x

в мире

5,7x

Каршеринг

➤ Наш взгляд на рынок

- **Рынок каршеринга** исторически демонстрировал **рост среднего чека выше уровня инфляции**. Это было обусловлено тем, что тарифы за минуту индексировались из-за роста расходов на обслуживание и стоимость самих автомобилей, что помимо инфляции также зависело и от девальвации
- При этом за последние 2 года, **в отрасли ожесточилась конкуренция**, что замедлило темпы повышения цен. Средняя цена поездки на каршеринге традиционно была ниже стоимости поездки на такси примерно на 20%, однако **в 2023-2024 гг. дисконт увеличился до 40%**. В текущем отчетном периоде сужения дискона не наблюдается ввиду конкурентной среды, ограничивающей возможность значительного повышения тарифов
- **Общая черта шеринговых сервисов**

Низкий ценник из-за ожесточенной конкуренции является причиной серьезных проблем в отрасли в целом и у игроков, в частности. В свою очередь, это приводит к тому, что **выручка не позволяет компаниям генерировать денежный поток**, который может **самостоятельно обслуживать ОРЕХ, САРЕХ и процентные платежи по долгам**.

Как итог, все игроки на данный момент работают с **отрицательной FCF-рентабельностью**.

Наш прогноз рынка строится на материалах аналитических агентств, фокусирующихся на исследовании рассматриваемого сегмента, а также на нашем понимании ценовых, экономических и операционных факторов рынка в целом и компаний сегмента, в частности.

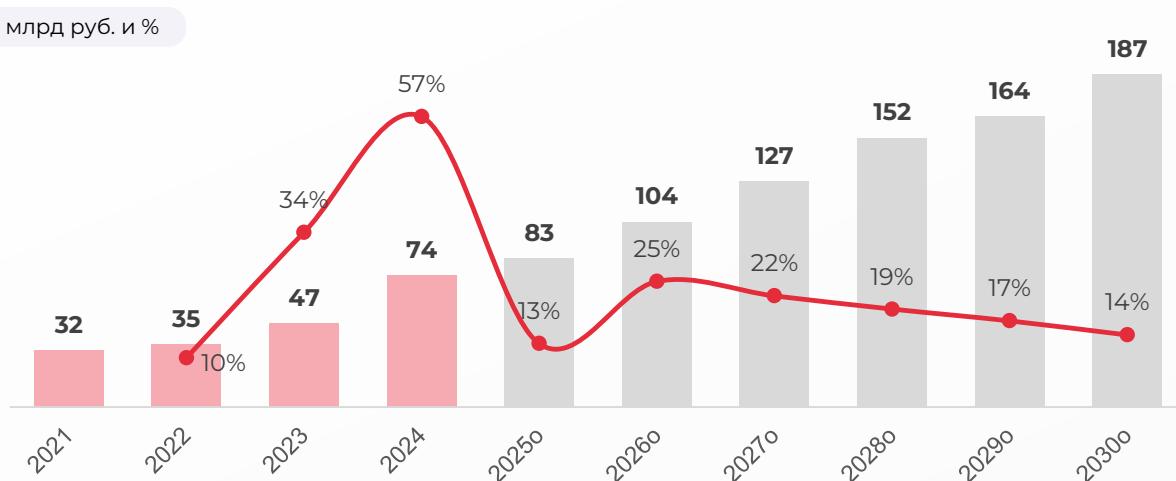
Основные факторы роста:

- **Экспансия в новые регионы.** Расширение сети в новые города (преимущественно с населением 500тыс.-1млн) будет фактором развития игроков, имеющих материнскую компанию, способную поддерживать затраты на масштабирование в период жесткой ДКП
- **Рост стоимости владения личным автомобилем.** Поднятие утильсбора, удорожание топлива и техобслуживания делают каршеринг более привлекательным для клиентов. Утильсбор не будет затрагивать автомобили мощностью менее 160 л.с., соответственно у базового сегмента автомобилей каршеринговых фирм не будет резких изменений в статье расходов
- Рано или поздно ожесточенная конкуренция на рынке закончится, что позволит начать монетизировать накопленную клиентскую базу сильнее, чем сейчас. Это ускорит рост рынка в денежном выражении.

Факторы, ограничивающие дальнейшее развитие:

- На данный момент рынок является насыщенным, и дальнейший значительный рост количества поездок маловероятен, особенно учитывая необходимость повышения среднего чека и сокращения дисконта, что снизит привлекательность сервиса для потребителей. Сервисы каршеринга по большей части уже присутствуют в наиболее маржинальных городах и выход в новые города, учитывая общие проблемы игроков сектора (негативный FCF и высокая долговая нагрузка), может являться нецелесообразным в условиях текущей ДКП.
- Из-за необходимости в росте чека у игроков рынка, услуги каршеринга будут пользоваться меньшим спросом в будущем.

Объем и темпы роста рынка



Источник: Трушеринг, Б1, компании, Совкомбанк

Доли игроков рынка в 2024 г.



Источник: Трушеринг, Б1, компании, Совкомбанк

Темпы роста поездок и чека г/г



Источник: Совкомбанк

Ключевые показатели и мультиплекторы зарубежных компаний рынка аренды автомобилей

	Ключевые показатели					Мультиплекторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24-'29	Сред. рентаб. FCF '24-'29	ND/EBITDA '25	EV/Выручка '25	EV/EBITDA '25	EV/EBITDA '26	P/E '25	P/E '26
Avis Budget Group	1%	16%	2%	-15%	6x	0,6x	11x	8,8x	43x	17x
Sixt	8%	32%	8%	5%	2,2x	1,5x	4,3x	4,1x	10x	9x
Localiza	11%	43%	18%	3%	2,5x	2,1x	5,7x	5,2x	13x	10x
Movida Participacoes	8%	37%	5%	3%	3x	1,3x	3,5x	3,4x	13x	7,2x
United International Transportation Company	10%	47%	17%	22%	1,3x	3,6x	6,2x	5,8x	16x	14x
Медиана	8%	37%	8%	3%	2,5x	1,5x	5,7x	5,2x	13x	10x

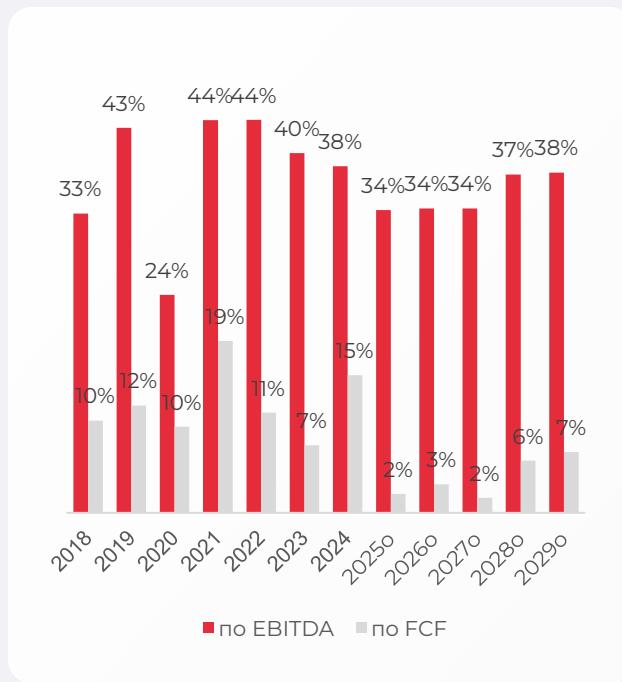
Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных компаний-аналогов и темпов роста российского рынка каршеринга



Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика рентабельности иностранных компаний на рынке аренды авто



Гипотетическая динамика рентабельности сервиса каршеринга Яндекс.Драйв



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Источник: Совкомбанк



Кикшеринг

Продукты Яндекс:

Яндекс GO



Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по выручке**36**

млрд руб.

65

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30**12%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****30%**

Более высокая рентабельность в отличие от Каршеринга объясняется только тем, что CAPEX на поддержание флота СИМ не включается в расчет FCF. На уровне FCF бизнес-модель значительно хуже

Доля Яндекса на рынке**19%****19%**

Выручка Яндекса от этого направления

6,7

млрд руб.

12

млрд руб.

Доля в выручке Яндекса**0,4%****0,3%**

EBITDA Яндекса от этого направления

2

млрд руб.

3,6

млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса**0,7%****0,3%**

Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов

в РФ

1,7x

в мире

1,5x

Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов

в РФ

6,3x

в мире

5,7x

Кикшеринг

➤ Наш взгляд на рынок

- **Рынок кикшеринга демонстрирует снижение среднего чека в последние годы**, что связано с ростом доли поездок по подписке, доминированием транспортного сценария (перемещения между конкретными точками, а не досуговые поездки) использования самокатов, а также ожесточенной конкуренции в секторе и ценового демпинга.
- **Общая черта шеринговых сервисов**

Низкий ценник из-за ожесточенной конкуренции является причиной серьезных проблем в отрасли в целом и у игроков, в частности. В свою очередь, это приводит к тому, что **выручка не позволяет компаниям генерировать денежный поток**, который может **самостоятельно обслуживать ОРЕХ, САРЕХ и процентные платежи по долгам**.

Как итог, все **операторы демонстрируют отрицательную FCF-рентабельность**.

Прогноз основан на данных аналитических агентств, фокусирующихся на исследовании рассматриваемого сегмента, а также на нашем понимании ценовых, экономических и операционных факторов рынка в целом и компаний сегмента, в частности.

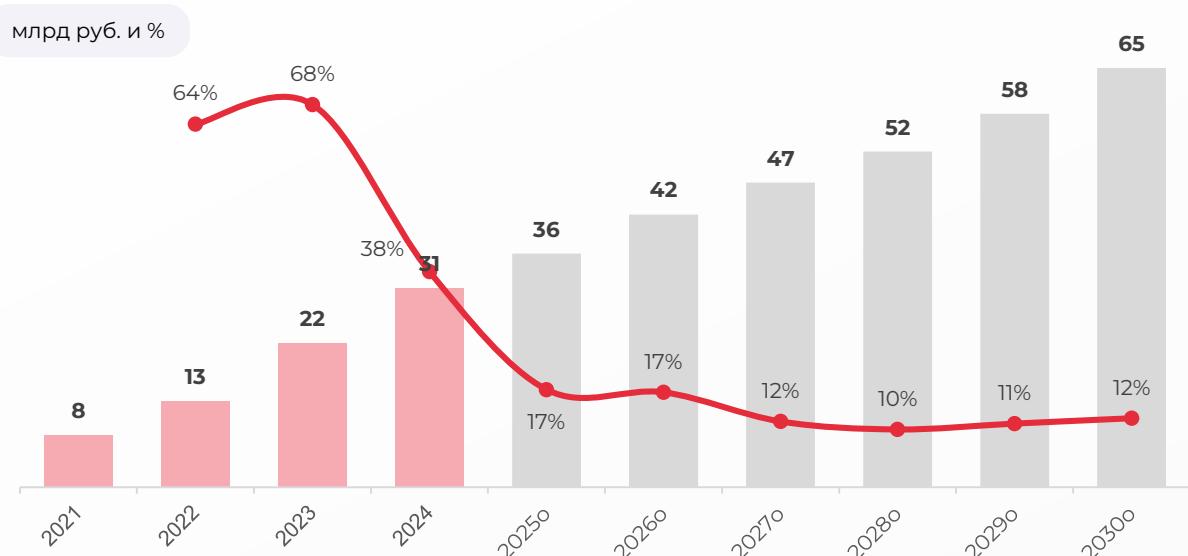
Основные факторы роста:

- **Борьба за клиентов** стимулирует игроков предлагать скидки, делать промоакции. Это снижает темпы роста рынка в денежном выражении, но стимулирует темпы роста поездок и проникновение сервисов кикшеринга в население РФ
- **Развитие технологий.** Компании стремятся к **росту выручки на один самокат**. Улучшение систем ML и алгоритмов **предиктивной аналитики с помощью ИИ**, позволит более точно прогнозировать спрос и подсказывать операторам кикшеринга "горячие" точки спроса до наступления пика, а не после. Это минимизирует простой техники и увеличит количество поездок на один юнит
- Рано или поздно ожесточенная конкуренция на рынке закончится, что позволит начать монетизировать накопленную клиентскую базу сильнее, чем сейчас. Это ускорит рост рынка в денежном выражении
- Региональная экспансия
- В долгосрочной перспективе фундаментальным драйвером роста является смена поколений потребителей и следующее за этим формирование устойчивой привычки использовать кикшеринг как альтернативный вид транспорта.

Факторы, ограничивающие дальнейшее развитие:

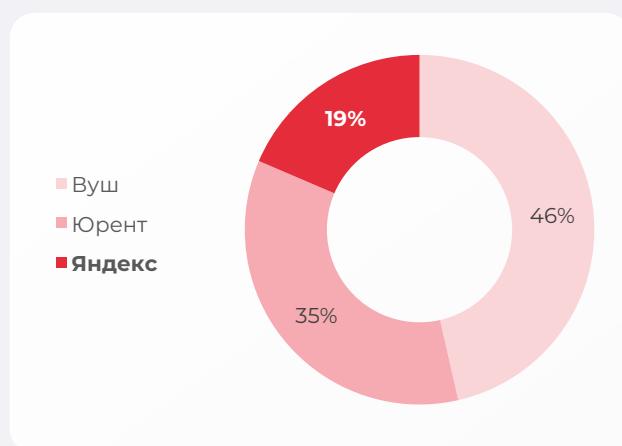
- **По нашему мнению, рынок кикшеринга прошел активную фазу роста** в России и сейчас **вступил в стадию зрелости** в большинстве регионов. Как следствие, рост количества поездок замедляется, а часть пользователей уже владеет собственными СИМ и меньше используют аренду
- Из-за необходимости в росте чека у игроков рынка, темпы роста услуг кикшеринга в натуральном выражении будут замедляться.

Объем и темпы роста рынка



Источник: Трушеринг, компании, Совкомбанк

Доли игроков рынка в 2024 г.



Источник: Трушеринг, компании, Совкомбанк

Темпы роста показателей

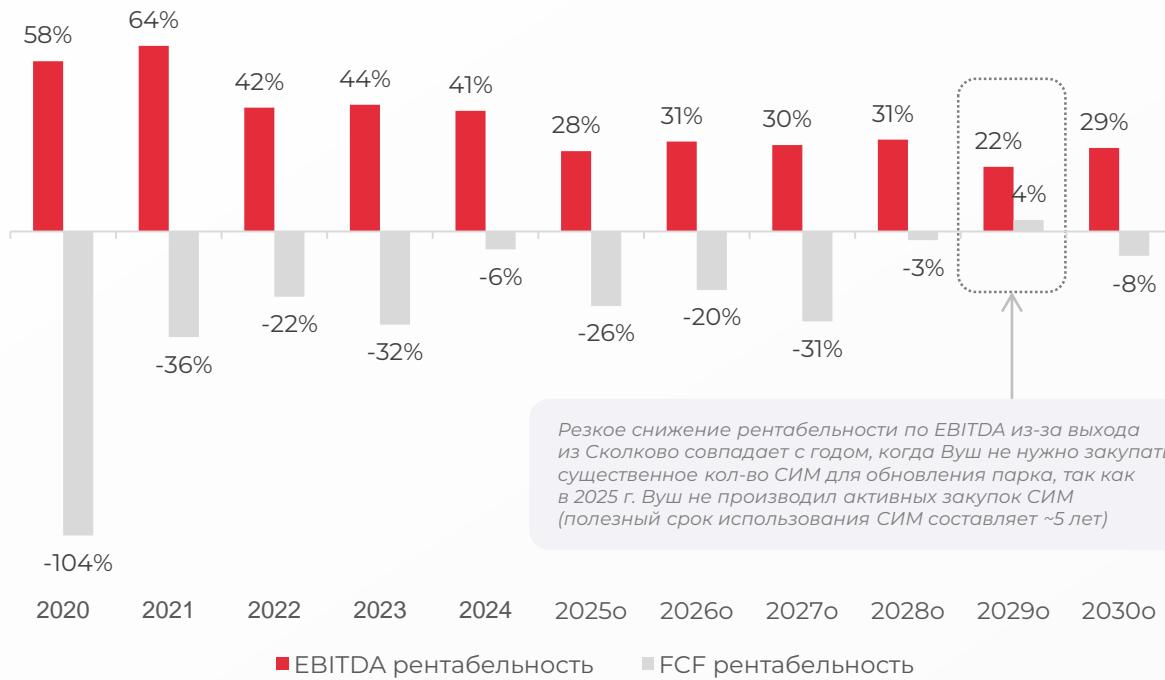


Источник: Совкомбанк

➤ **Хотим отметить, что в мире не существует ни одного сервиса кикшеринга с акциями на бирже.**

Считаем, что такая ситуация связана с нежизнеспособностью бизнес-модели вне рамок большой экосистемы, где постоянные операционные убытки кикшеринга на уровне FCF могли бы покрываться операционными доходами других вертикалей бизнеса.

Динамика рентабельности Вуш



Источник: компания, Совкомбанк



Экосистемные подписки

Продукты Яндекс:

Подписка

Яндекс  Плюс

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по выручке**327**
млрд руб.**636**
млрд руб.**CAGR рынка '25-'30****14%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****24%****Доля Яндекса на рынке****64%****70%**

Выручка Яндекса от этого направления

148
млрд руб.**395**
млрд руб.**Доля в выручке Яндекса****9,3%****9,2%**

EBITDA Яндекса от этого направления

16
млрд руб.**96**
млрд руб.**Доля в EBITDA Яндекса****5,9%****8,1%**

Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов

в РФ
--xв мире
5,4x

Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов

в РФ
--xв мире
30x

Яндекс выиграл гонку экосистем в РФ и стоит наравне с глобальными лидерами

- По нашему мнению, Яндекс по итогам 2024 г. имеет одну из самых полных экосистем в мире, охватывающую большинство аспектов человеческой жизни и множество бизнес-потребностей компаний.

Таким образом, Яндекс представлен в более чем 20 сегментах экономики РФ, с совокупным ТАМ по итогам 2024 г. более 22 трлн руб., что представляет 11% ВВП. Для сравнения, вся добыча полезных ископаемых сформировала около 10% ВВП РФ. При этом в большинстве из этих сегментов Яндекс является либо твердым лидером рынка, либо имеет сильные рыночные позиции и входит в топ-3 или топ-5 игроков.

Сравнение экосистемы Яндекса с наиболее известными мировыми экосистемами



➤ Наш взгляд на рынок

- **Развитие подписки Яндекс Плюс одно из наиболее важных стратегических направлений для Яндекса.** Программа лояльности стимулирует кросс-сервисное потребление и повышает вовлечённость пользователей в экосистему, что приводит к циклическому росту выручки сервисов внутри экосистемы.
- **На наш взгляд, Яндекс в России выиграл в конкурентной борьбе за звание самой обширной и используемой экосистемы и является неоспоримым лидером.** По нашим расчетам, доля подписки Яндекс Плюс в денежном выражении составит 64% к концу 2025 г., к 2030 году ожидаем дальнейшего роста доли до 70%.
- Подписка охватывает наибольшее количество сервисов, используемых человеком в течение жизни, по сравнению с российскими и зарубежными аналогами. Согласно нашим расчетам, **Яндекс Плюс покрывает примерно 80% человеческих потребностей** (смотри ч.1 серии).
- Мы считаем, что **текущее лидирующее положение компании усилится в обозримом будущем**. Такой расклад на рынке **позволит Яндексу увеличивать стоимость своей подписки агрессивнее конкурентов**. В начале 2025 года Яндекс увеличил стоимость подписки до 399 рублей, а недавно объявил о том, что стоимость подписки увеличивается до 449 рублей. При этом мы не видели индексации цен у основных конкурентов. Таким образом, данный паттерн уже реализовывается, что позволяет Яндексу генерировать **рентабельность по EBITDA** на уровне 11%. В будущем **прогнозируем рост данного показателя до уровня 24%**.

Факторы роста рынка:

- Расширение партнерств и интеграция новых сервисов: рынок стимулируется постоянным добавлением функций за счет коллабораций между экосистемами и внешними компаниями, а также включением востребованных вертикалей: e-commerce, финтех, детские и образовательные сервисы
- Переток аудитории из зарубежных сервисов и рост лояльности к отечественным решениям, что обеспечивает дополнительный приток пользователей в российских сервисах
- Дальнейшая экспансия отдельных сервисов в регионы будет стимулировать приток новых подписчиков, так как использование сервисов будет выгоднее с подпиской
- В долгосрочной перспективе **фундаментальным драйвером роста является смена поколений потребителей и следующее за этим формирование устойчивой привычки использовать скидки и бонусы в рамках экосистемы**. Это становится нормой и обыденностью, соответственно и уровень проникновения подписок среди населения будет продолжать расти с каждым годом.

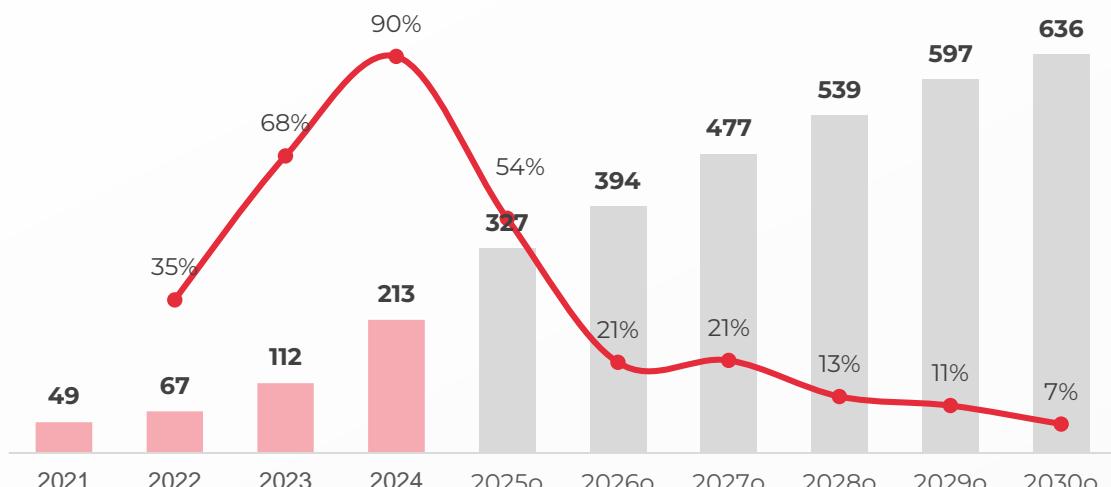
Факторы, ограничивающие рост:

- Насыщение рынка: большая часть активно платящей аудитории уже пользуется одной или несколькими экосистемными подписками, темп прироста новых подписчиков замедляется.

➤ Наш прогноз рынка основывается на прогнозной динамике подписчиков Яндекс. Плюс, их доле в общем количестве клиентской базы, а также среднего чека подписки Яндекс.Плюс и конкурентов. Более того, из-за доминирующей доли 64%, показатели Яндекс по сути определяют динамику рынка.

Объем и темпы роста рынка экосистемных подписок

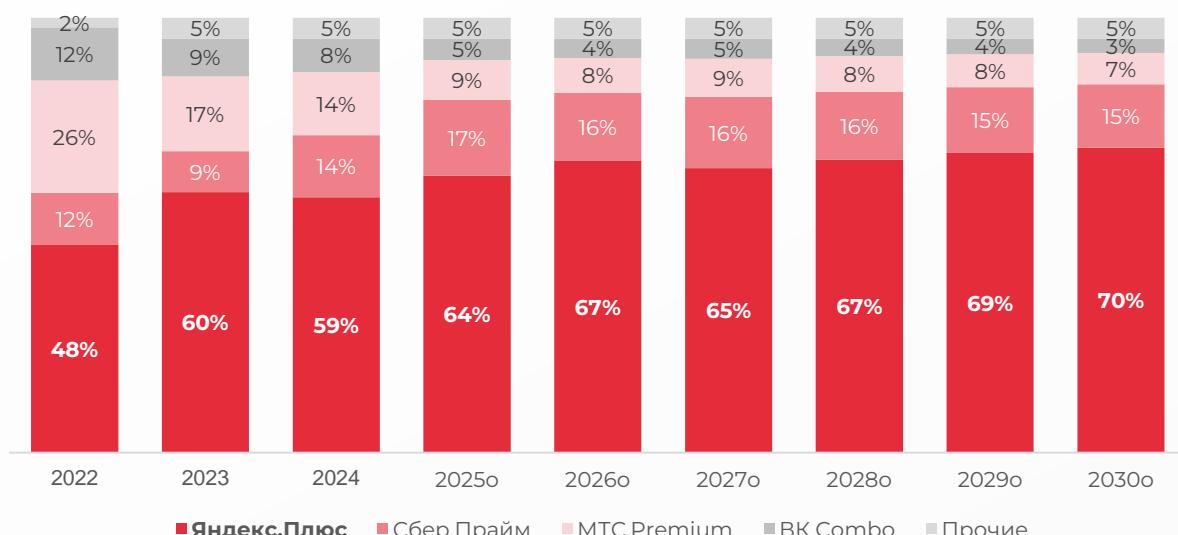
млрд руб. и %



Источник: компании, J'son Partners, Совкомбанк

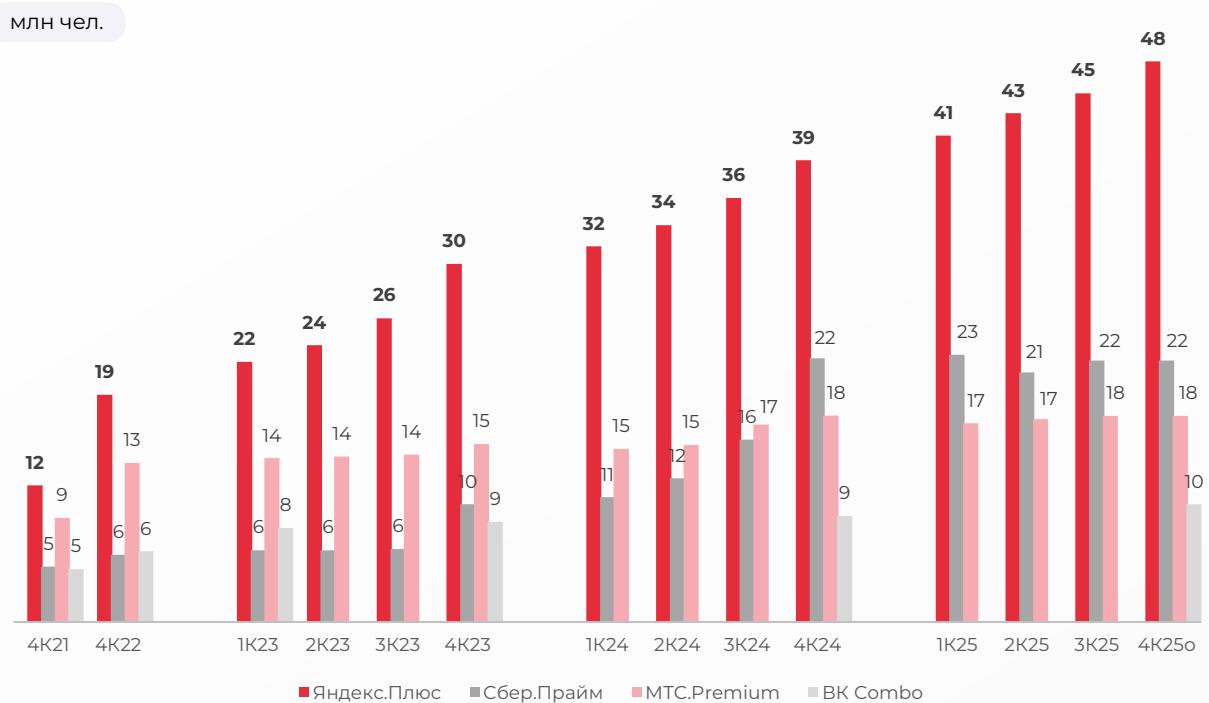
Доли рынка экосистемных подписок по основным игрокам

%



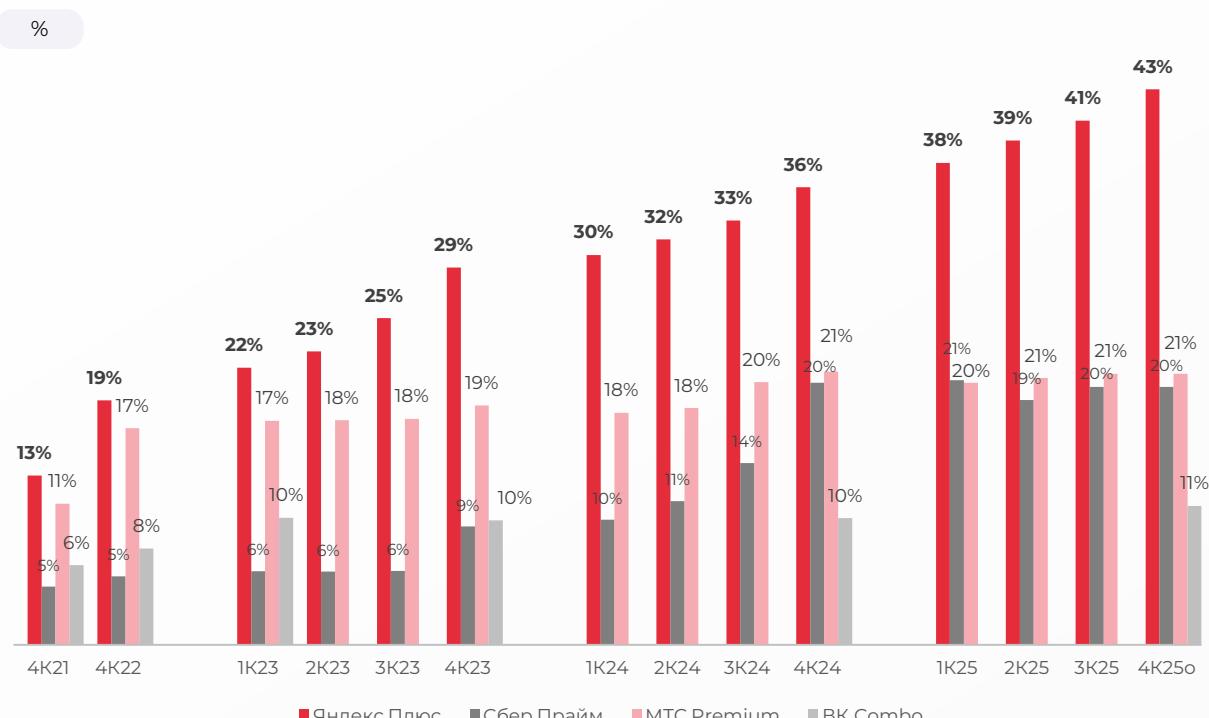
Источник: компании, J'son Partners, Совкомбанк

Количество клиентов различных подписочных экосистем по кварталам



Источник: компании, Совкомбанк

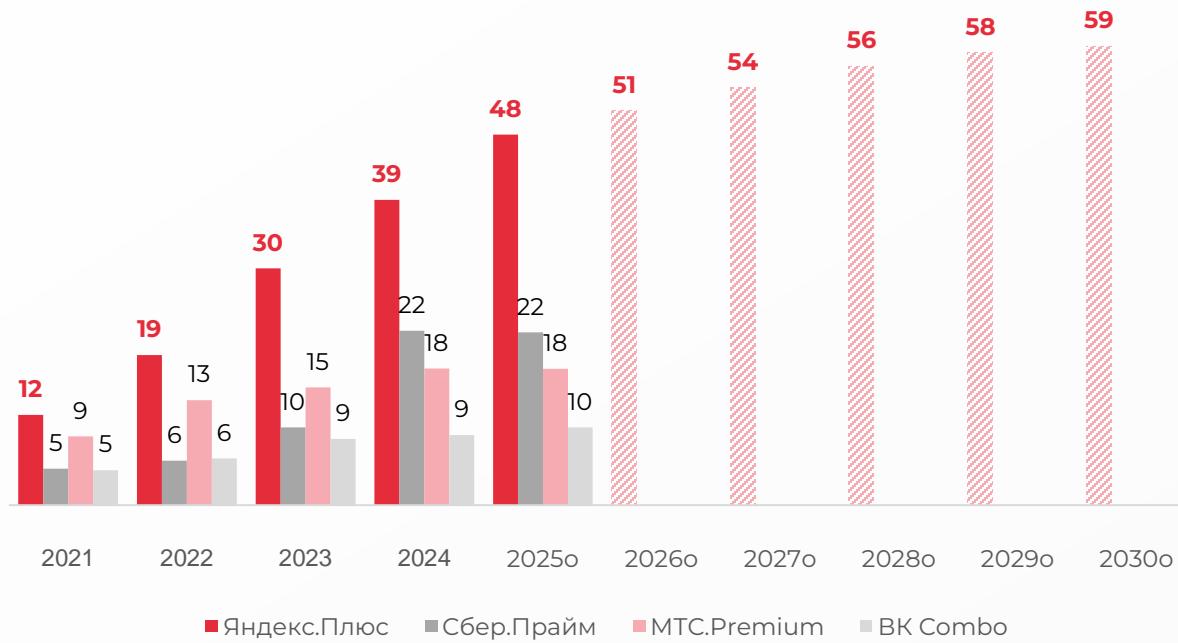
Проникновение экосистемных подписок в домохозяйства РФ по кварталам



Источник: компании, Совкомбанк

Количество клиентов различных подписочных экосистем на конец года

млн чел.

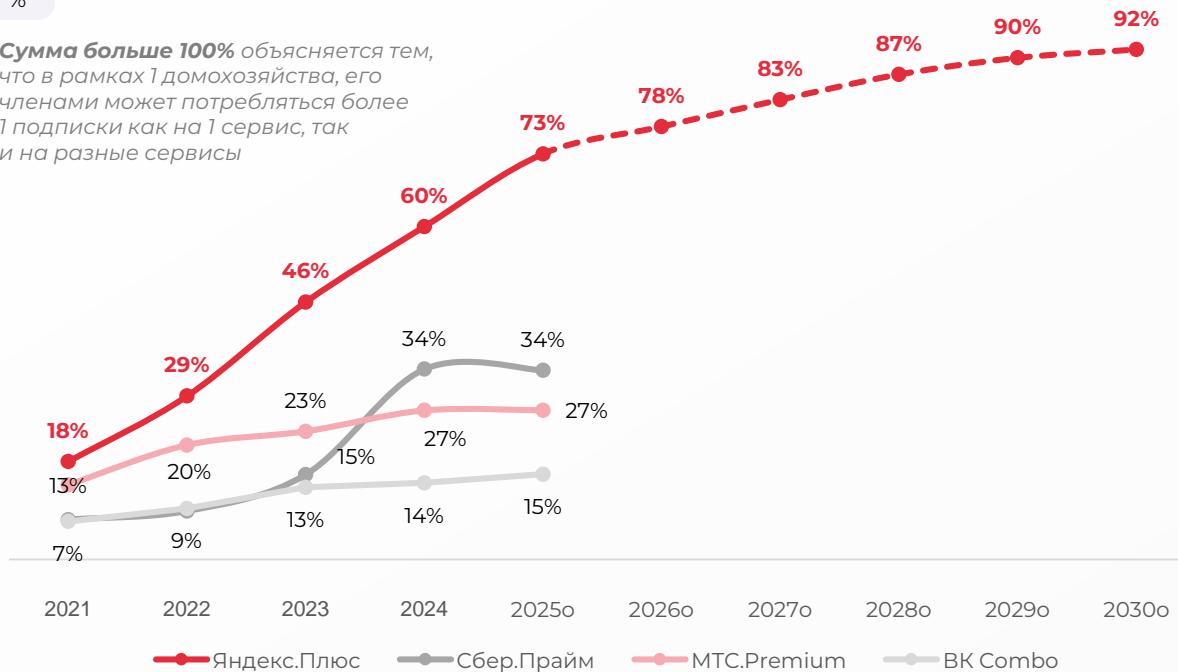


Источник: компании, Совкомбанк

Проникновение экосистемных подписок в домохозяйства РФ

%

Сумма больше 100% объясняется тем, что в рамках 1 домохозяйства, его членами может потребляться более 1 подписки как на 1 сервис, так и на разные сервисы



Источник: компании, Совкомбанк, Росстат

Ключевые показатели и мультипликаторы зарубежных компаний-аналогов

	Ключевые показатели					Мультипликаторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24- '29	Сред. рентаб FCF '24- '29	ND/ EBITDA '25	EV/ Выручка '25	EV/ EBITDA '25	EV/ EBITDA '26	P/E '25	P/E '26
Компании с развитой экосистемой сервисов										
Alphabet	12%	47%	31%	19%	(0,4x)	10x	22x	18x	30x	29x
Tencent	10%	46%	35%	28%	(0,5x)	6,6x	15x	13x	20x	18x
Baidu	4%	21%	16%	15%	(3,8x)	1,5x	8,2x	7,1x	15x	14x
Amazon	11%	26%	12%	7%	(0,4x)	3,3x	14x	12x	32x	28x
Alibaba	8%	19%	14%	9%	(1,2x)	2,4x	16x	13x	22x	18x
Медиана	10%	26%	16%	15%	(0,5x)	3,3x	15x	13x	22x	18x
Компании, получающие выручку от оплаты подписки на развлекательные сервисы										
Meta Platforms*	16%	60%	34%	19%	(0,2x)	7,8x	13x	11x	23x	20x
Reddit	34%	30%	19%	24%	(2,7x)	16x	42x	26x	77x	45x
Snap	10%	11%	9%	7%	2,5x	2,4x	26x	18x	28x	20x
Pinterest	13%	28%	32%	34%	(2,3x)	4,6x	15x	12x	20x	16x
Netflix	12%	41%	28%	32%	0,5x	10x	34x	27x	42x	33x
Spotify	14%	16%	12%	17%	(2,5x)	6,2x	47x	34x	84x	45x
The Walt Disney Company	4%	23%	12%	11%	1,7x	2,4x	11x	10x	18x	17x
Roku	11%	10%	4%	9%	(5,6x)	2,9x	34x	23x	422x	92x
Медиана	12%	26%	15%	18%	(1,2x)	5,4x	30x	20x	35x	27x

Источник: Совкомбанк, Refinitiv

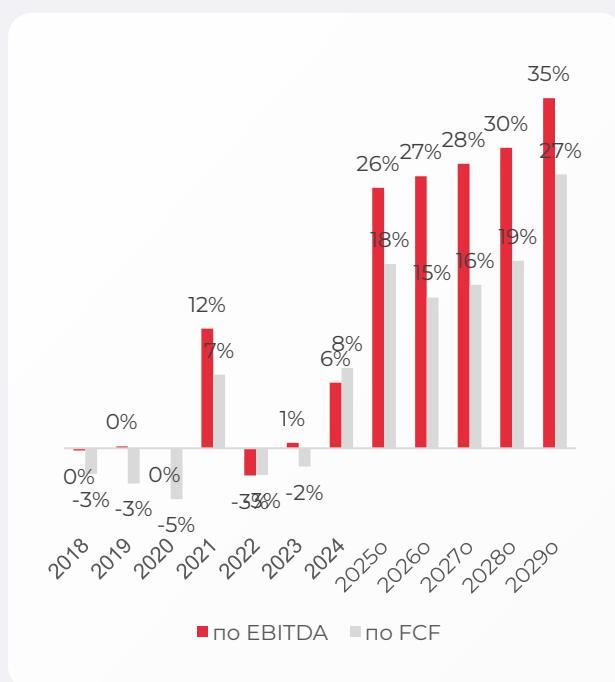
*(Meta и соцсети компании Facebook и Instagram признаны экстремистскими и запрещены в РФ)

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных медиакомпаний с подписочной бизнес-моделью и темпов роста российского рынка экосистемных подписок

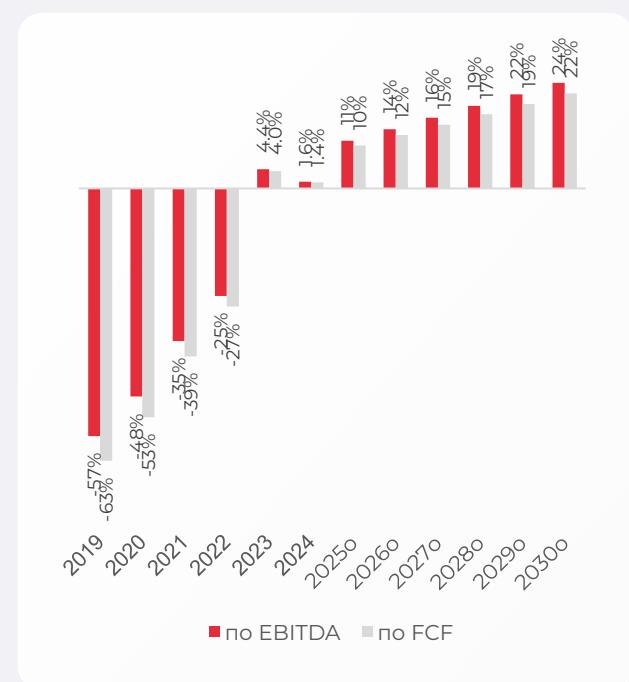


Источник: Совкомбанк, Refinitiv

Динамика рентабельности сегмента иностранных аналогов



Динамика рентабельности сегмента Яндекс.Плюс и развлекательные сервисы



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Источник: компания, Совкомбанк



Финтехи маркетплейсов

Продукты Яндекс:

Банк



Карта



Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по процентным и комиссионным доходам

437
млрд руб.

1 154
млрд руб.

CAGR рынка '25-'30

21%

Целевое ROE

35%

Доля Яндекса на рынке

29%

33%

Доходы Яндекса от этого направления

95
млрд руб.

290
млрд руб.

Доля в выручке Яндекса

6%

6,8%

ЕВТ Яндекса от этого направления

10
млрд руб.

51
млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса

3,7%

4,3%

Мультипликатор P/BV '25 аналогов

в РФ
1,1x

в мире
1,5x

Мультипликатор P/E '25 аналогов

в РФ
4,8x

в мире
8,1x

➤ Наш взгляд на рынок

- На площадке маркетплейса селлеры зарабатывают на продаже товаров, владельцы ПВЗ – на предоставлении услуг. И тем, и другим для работы необходимы финансовые услуги. **Селлеры пользуются услугами факторинга (для приобретения товаров), кредитования, страхования, расчетными счетами.**
- Синергия** онлайн-торговли и финансовых услуг **позволяет** маркетплейсам **создавать высокорентабельные банки**, которые могут приносить дополнительный денежный поток.
- Взрывной рост BNPL-сервисов как ключевого инструмента продаж.** Финтех-сервисы, особенно BNPL ("Купи сейчас, плати потом"), стали мощным драйвером роста для маркетплейсов.
- Например, Озон запустил свой банк в 2022 г. К концу 2024 г., по нашим оценкам, остатки физических и юридических лиц выросли в 52 раза, а количество клиентов Озона – в 4 раза.

Наш прогноз рынка основывается на наших прогнозах по финтех-направлениям Яндекса, Озона и Вайлдбериз. Банки этих компаний в целом формируют 100% анализируемого рынка финтехов маркетплейсов.

У финтехов еще остается большой потенциал для роста.

- Все драйверы роста применимые к рынку E-commerce
- Основным драйвером для роста финтех-направления является дальнейшее развитие финансовых услуг для селлеров, ПВЗ и клиентов, работающих с маркетплейсами

Факторы, ограничивающие дальнейшее развитие:

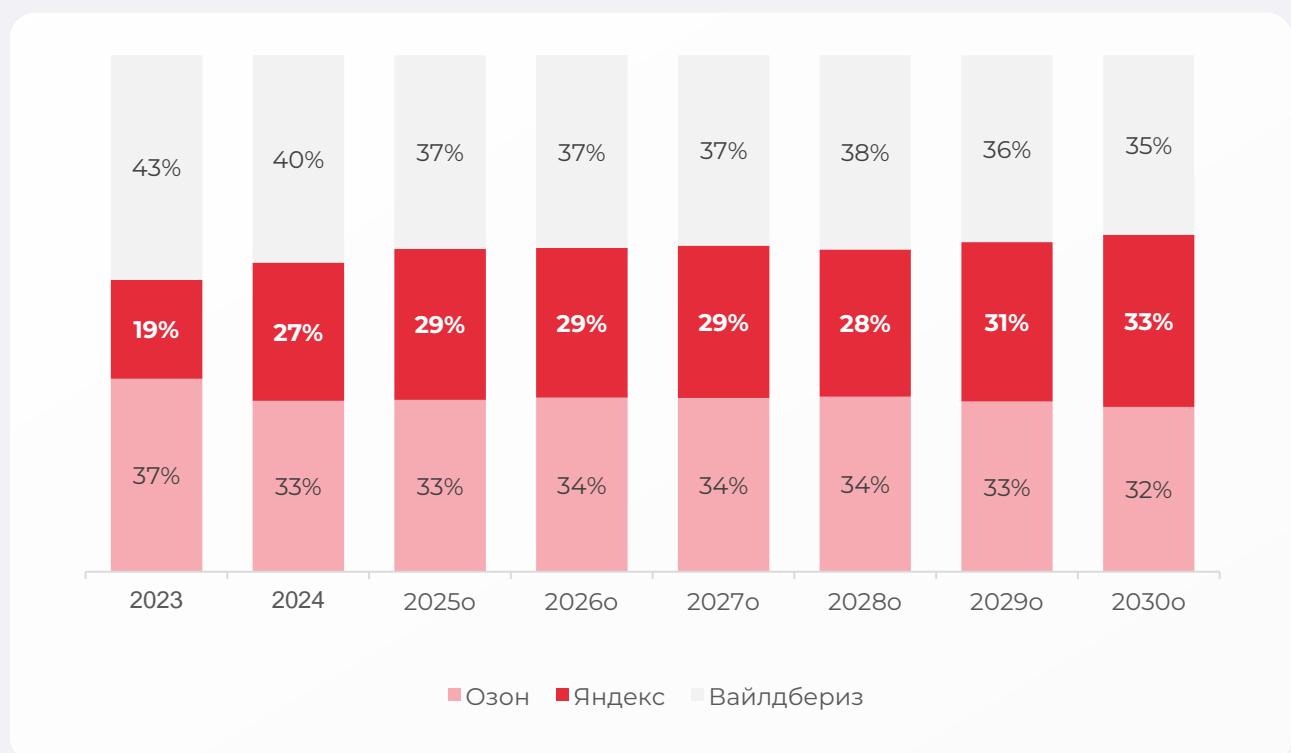
- **Конкуренция в финансовом секторе.** Синергия финтехов с бизнес-моделью маркетплейса дает конкурентные преимущества «Озона Банку» с точки зрения прироста клиентской базы и доходов.
Банки маркетплейсов формируют серьезную конкуренцию традиционным банкам. Это может приводить к давлению банковского лобби на регулирующие органы и возможно реализовываться в невыгодные для маркетплейсов законодательные инициативы
- Все риски, применяемые к маркетплейсам, применяются также к финтехам

Объем и темпы роста рынка финтехов маркетплейсов по объему доходов



Источник: компании, Совкомбанк

Доли игроков рынка по выданным кредитам в 2024г.



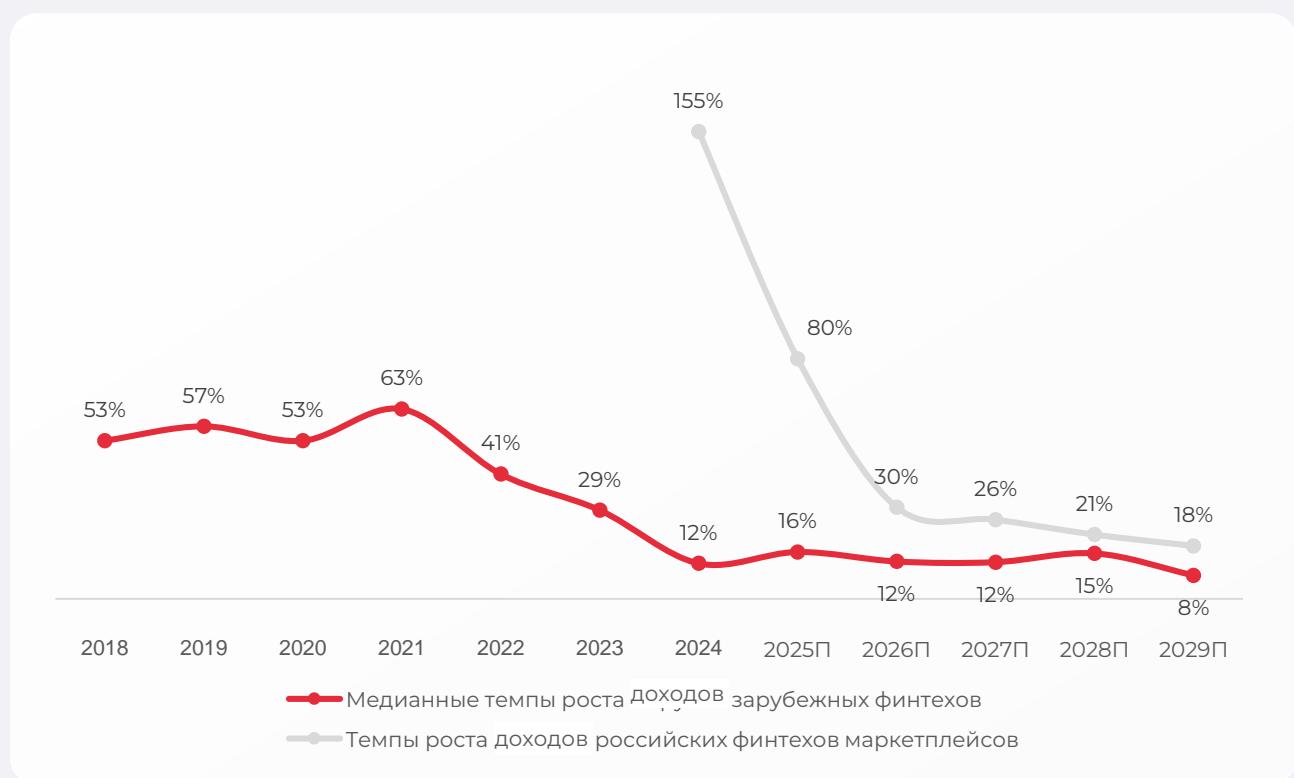
Источник: компании, Совкомбанк

Ключевые показатели и мультиликаторы зарубежных компаний-аналогов

	Ключевые показатели			Мультиликаторы		
	CAGR Доходов '24-'29	ROE '24-'29	CIR '24-'29	P/Доходы '25	P/E '25	P/E '26
Финтех Яндекс	38%	40%	49%	-	-	-
Финтех Озон	37%	47%	42%	-	-	-
T-Технологии	17%	30%	46%	0,6x	4,8x	3,6x
Медиана	37%	40%	46%	0,6x	4,8x	3,6x
Премия/(Дисконт) к медианному мультиликатору peerset		24 п.п	22 п.п	-12 п.п	-65%	-81%
Block	9%	11%	90%	1,5x	24x	17x
Adyen N.V.	20%	21%	45%	18x	40x	33x
Fiserv	2%	18%	58%	1,7x	7,2x	7,9x
SoFi	14%	9%	90%	10x	81x	47x
Wise	13%	23%	54%	5,2x	25x	25x
StoneCo	13%	20%	50%	1,7x	10x	8,7x
Remitly	19%	18%	105%	1,7x	91x	41x
Медиана	13%	18%	58%	1,7x	25x	25x

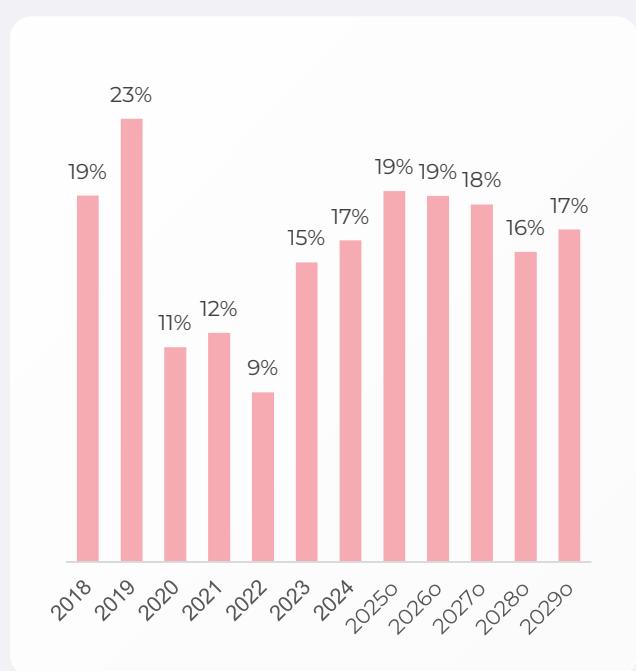
Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Темпы роста иностранных финтех-бизнесов и рынка финтехов маркетплейсов РФ



Источник: компании, Refinitiv, Совкомбанк

Динамика ROE иностранных финтех-бизнесов



Источник: компании, Refinitiv, Совкомбанк

Динамика ROE, RONIM и CIR финтехов маркетплейсов в РФ



Источник: компании, Совкомбанк

B2B Tech

Продукты Яндекс:

Yandex
Cloud



Yandex
DB



Яндекс
Телемост



Яндекс
360

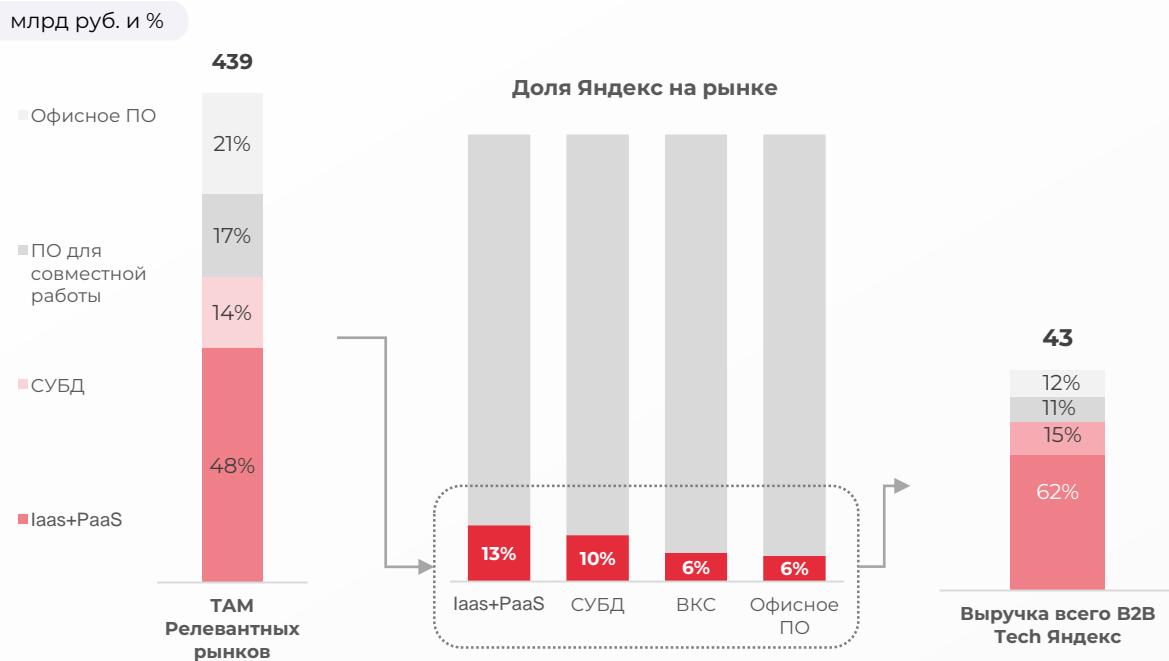


ИТ-рынки присутствия Яндекса

➤ В рамках направления B2B-Tech Яндекс присутствует на пяти IT-рынках: IaaS, PaaS, СУБД, ВКС и Офисное ПО. В рамках данного отчета рассматриваем рынки IaaS и PaaS в совокупности.

Подробнее об ИТ-рынках и наших прогнозах по нимсмотрите в [нашем отчете](#).

Структура и доли сегментов B2B-Tech Яндекса в ТАМ релевантных IT-рынков присутствия Яндекса



IaaS+PaaS**Снэпшот рынка****2025****2030****Объем рынка по выручке****211**

млрд руб.

617

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30**24%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****45%****Доля Яндекса на рынке****13%****15%****Выручка Яндекса от этого направления****27**

млрд руб.

94

млрд руб.

Доля в выручке Яндекса**1,7%****2,2%****EBITDA Яндекса от этого направления****12**

млрд руб.

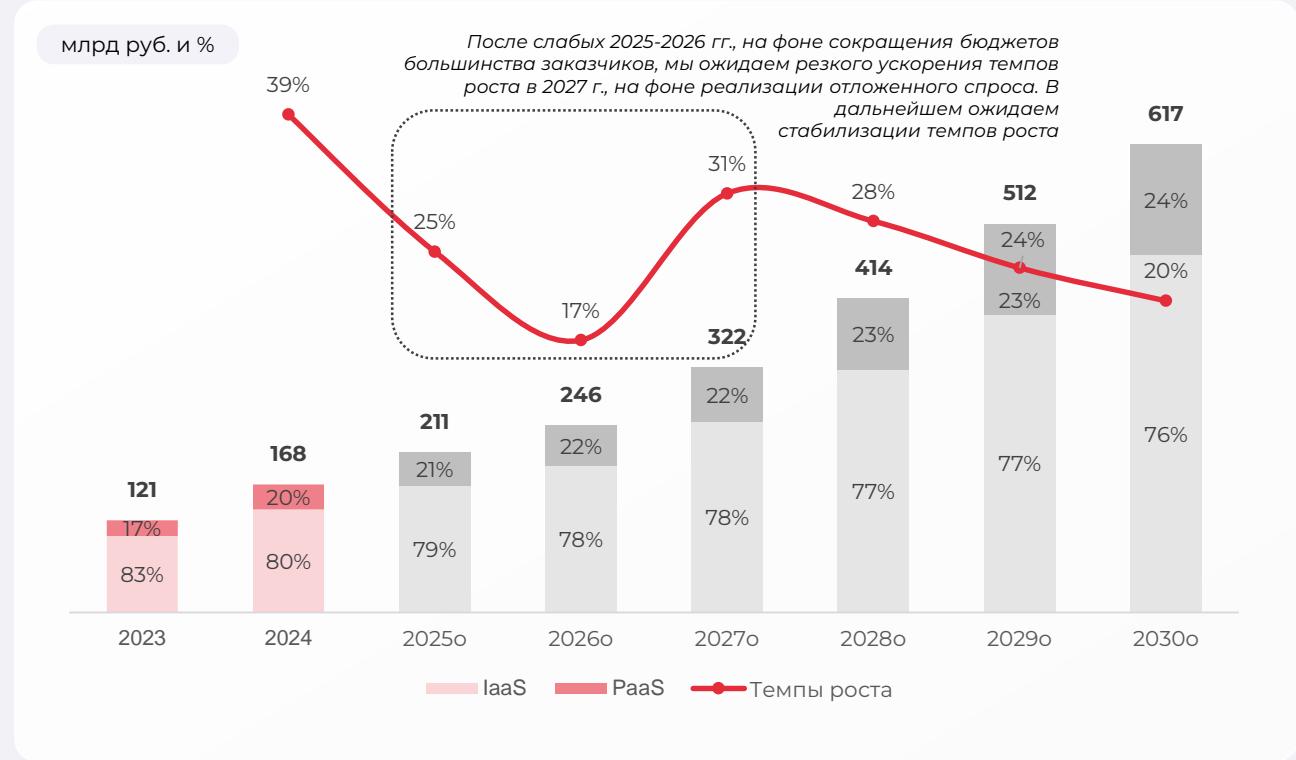
44

млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса**4,3%****3,8%****Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов****в РФ****3,1x****в мире****6,8x****Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов****в РФ****8,1x****в мире****16x**

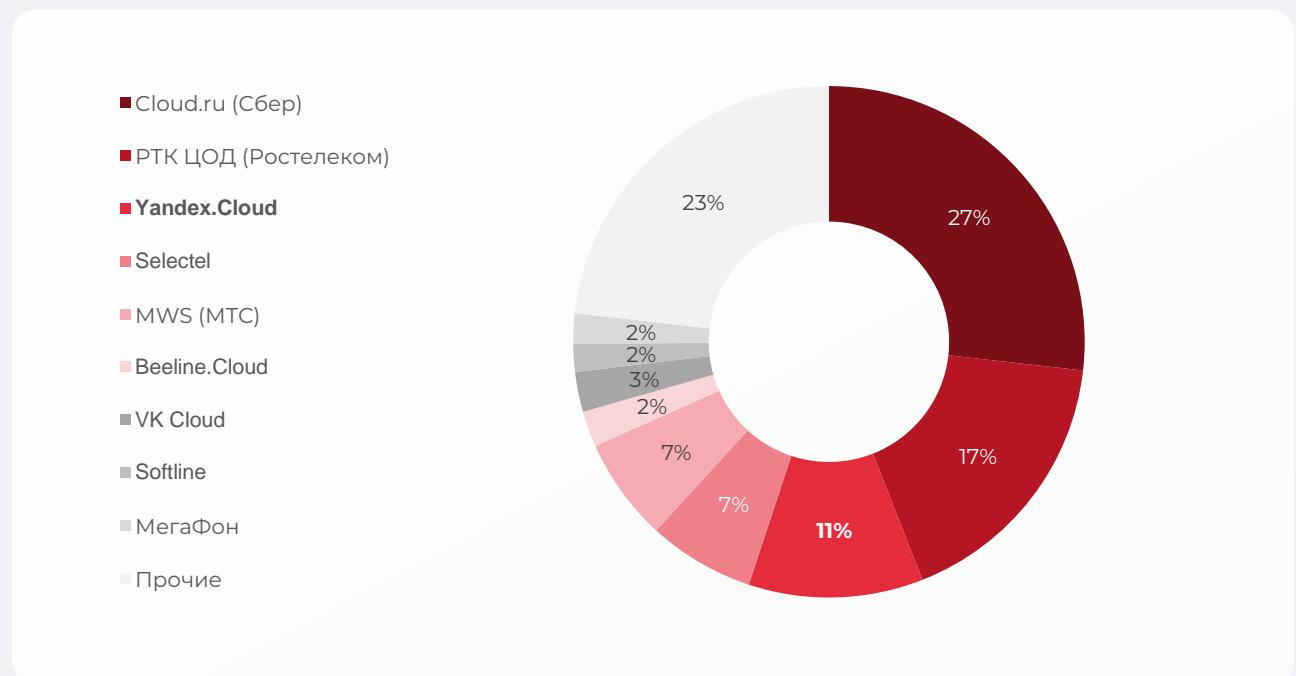
IaaS+PaaS

Объем и темпы роста рынка



Источник: Совкомбанк, iksConsulting

Доли игроков рынка в 2024 г.



Источник: iksConsulting, Совкомбанк

СУБД

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по выручке**63**

млрд руб.

185

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30**24%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****35%****Доля Яндекса на рынке****10%****10%**

Выручка Яндекса от этого направления

6,5

млрд руб.

18

млрд руб.

Доля в выручке Яндекса**0,4%****0,4%**

EBITDA Яндекса от этого направления

2,6

млрд руб.

6,4

млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса**0,9%****0,5%****Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов**

в РФ

3,1x

в мире

6,7x**Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов**

в РФ

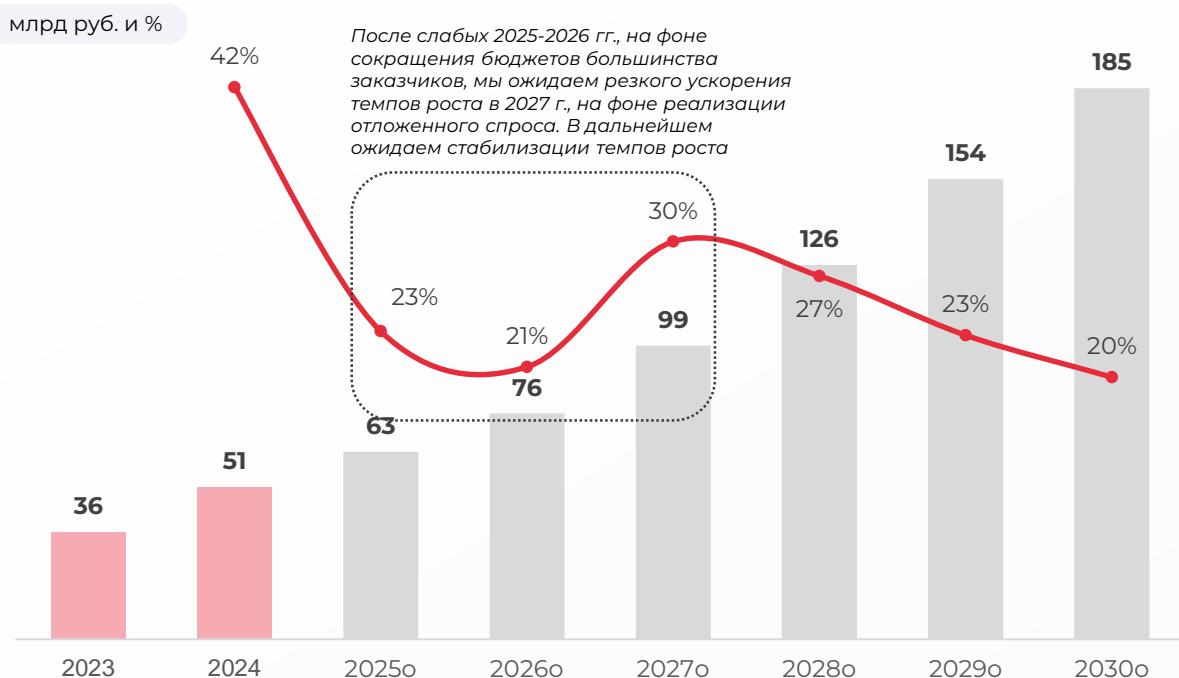
8,1x

в мире

18x

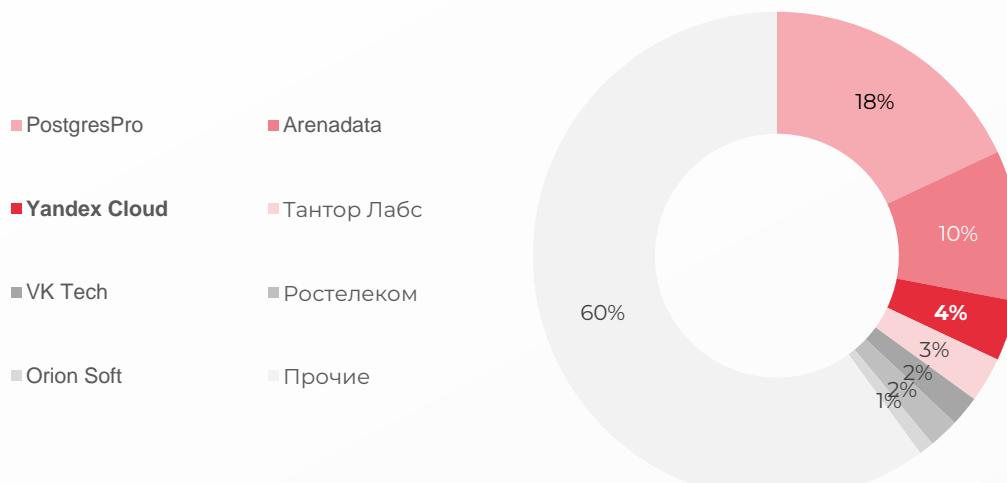
СУБД

Объем и темпы роста рынка



Источник: Совкомбанк, ЦСР

Доли игроков рынка в 2024 г.



Источник: ЦСР, Совкомбанк

ПО для совместной работы (ВКС)

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка
по выручке

75

млрд руб.

115

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30

9%

Целевая рента-
бельность EBITDA
на рынке от выручки

25%

Доля Яндекса
на рынке

6%

10%

Выручка Яндекса
от этого направления

4,8

млрд руб.

11

млрд руб.

Доля в выручке
Яндекса

0,3%

0,3%

EBITDA Яндекса
от этого направления

0,5

млрд руб.

0,5

млрд руб.

Доля в EBITDA
Яндекса

0,2%

0%

Мультиликатор
EV/Выручка '25
аналогов

в РФ

3,1x

в мире

6,7x

Мультиликатор
EV/EBITDA '25
аналогов

в РФ

8,1x

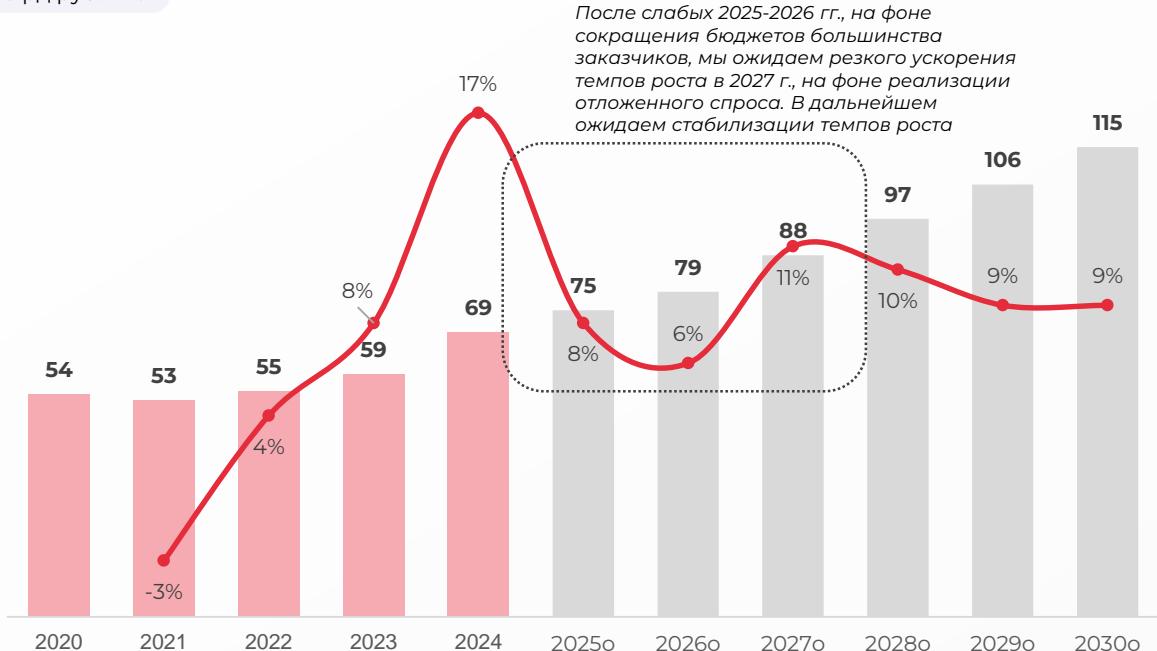
в мире

18x

ПО для совместной работы (ВКС)

Объем и темпы роста рынка

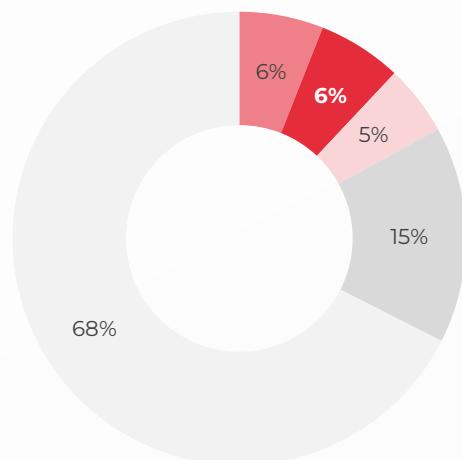
млрд руб. и %



Источник: Совкомбанк, Strategy Partners

Доли игроков рынка в 2024 г.

- Труконф
- Яндекс Телемост
- Ива
- Прочие российские решения
- Иностранные решения



Источник: Совкомбанк, компании, СNews

Офисное ПО

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка
по выручке

90

млрд руб.

129

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30

7%

Целевая рента-
бельность EBITDA
на рынке от выручки

25%

Доля Яндекса
на рынке

6%

11%

Выручка Яндекса
от этого направления

5,2

млрд руб.

14

млрд руб.

Доля в выручке
Яндекса

0,3%

0,3%

EBITDA Яндекса
от этого направления

0,9

млрд руб.

1,4

млрд руб.

Доля в EBITDA
Яндекса

0,3%

0,1%

Мультиликатор
EV/Выручка '25
аналогов

в РФ

3,1x

в мире

6,7x

Мультиликатор
EV/EBITDA '25
аналогов

в РФ

8,1x

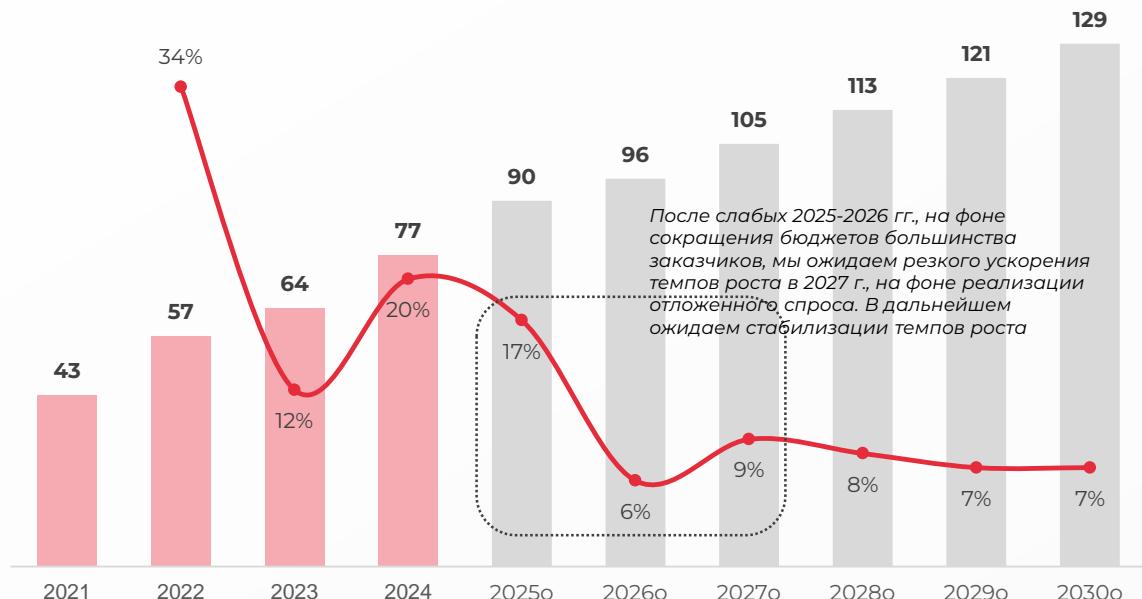
в мире

18x

Офисное ПО

Объем и темпы роста рынка

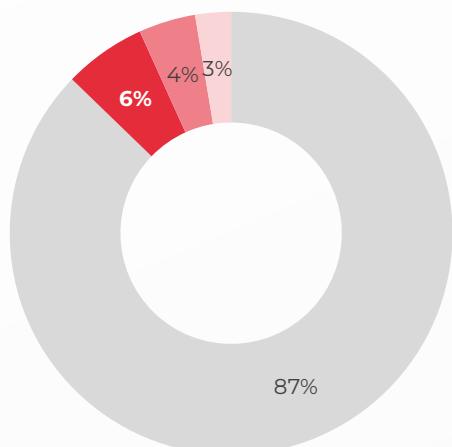
млрд руб. и %



Источник: Совкомбанк, J'son Partners

Доли игроков рынка в 2024 г.

- Microsoft (MS Office)
- Яндекс (Яндекс 360)
- Р7-Офис
- МойОфис



Источник: компании, Совкомбанк

Ключевые показатели и мультиплекторы российских и зарубежных компаний, работающих в сегментах разработки ПО и IaaS/PaaS

	Ключевые показатели					Мультиплекторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24-'29	Сред. рентаб FCF '24-'29	ND/ EBITDA '25	EV/ Выручка '25	EV/ EBITDA '25	EV/ EBITDA '26	P/E '25	P/E '26

Астра	22%	40%	29%	13%	0,4x	3,1x	8,3x	7,1x	12x	9,6x
Аренадата	25%	34%	35%	37%	(1,2x)	2,2x	8,1x	5,7x	8,7x	6,6x
Группа Позитив	24%	47%	19%	4%	2,3x	3,7x	10x	7,4x	49x	22x
Диасофт	11%	33%	23%	14%	(0,1x)	1,6x	6,0x	4,5x	8,4x	6,4x
Ива	19%	63%	44%	-7%	0,2x	4,8x	7,2x	7,6x	8,9x	11x
Медиана	22%	40%	29%	13%	0,2x	3,1x	8,1x	7,1x	8,9x	9,6x

Премия/(Дисконт)
к медианному
мультиплектору
IaaS+PaaS peers

13 п.п -1 п.п 23 п.п 15 п.п (4,3x) -54% -51% -54% -81% -77%

IaaS+PaaS

Equinix	8%	50%	15%	-1%	4x	10x	21x	19x	53x	50x
Digital Realty	9%	55%	14%	-6%	5x	13x	23x	22x	48x	89x
Iron Mountain	9%	36%	9%	1%	7x	6,5x	18x	17x	48x	41x
NTT Data	5%	16%	4%	-3%	2,8x	1,6x	9,7x	9,2x	30x	27x
Coresite Realty	7%	1%	1%	1%	0,7x	0,2x	13x	12x	18x	17x
GDS Holdings	10%	46%	1%	-4%	6x	7,0x	15x	14x	140x	< 0x
Медиана	9%	41%	6%	-2%	4,5x	6,8x	16x	15x	48x	41x

Премия/(Дисконт)
к медианному
мультиплектору
Software dev.

10 п.п -5 п.п 1 п.п -10 п.п 0,5x -108% -103% -103% -103% -103%

Разработка ПО

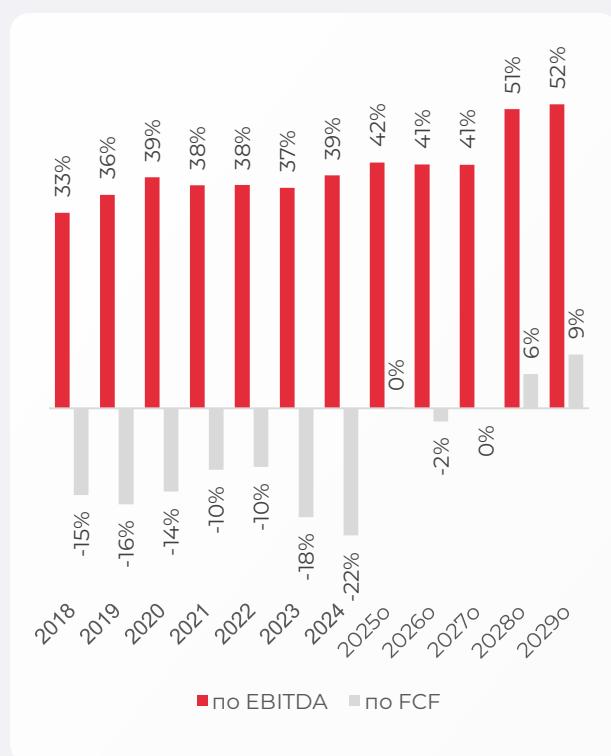
Microsoft	15%	59%	37%	27%	(0,4x)	12x	21x	17x	35x	30x
Oracle	24%	53%	30%	5%	2,5x	15x	29x	24x	47x	40x
SAP	16%	31%	19%	18%	(0,3x)	7,2x	23x	19x	38x	32x
Salesforce	9%	42%	27%	34%	(0,7x)	5,4x	13x	12x	22x	19x
Adobe	9%	48%	38%	39%	(0,2x)	6,2x	13x	11x	17x	15x
Infosys	6%	24%	17%	17%	(0,9x)	3,4x	14x	13x	22x	21x
Медиана	12%	45%	28%	23%	(0,3x)	6,7x	18x	15x	28x	25x

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных провайдеров IaaS/PaaS услуг и темпов роста российского рынка IaaS+PaaS

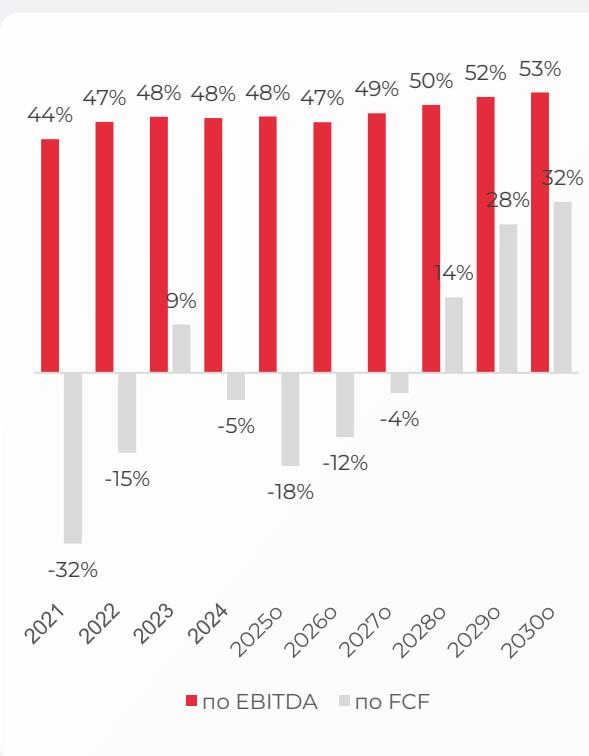


Источник: Совкомбанк, Refinitiv, Goldman Sachs, UBS, iksConsulting

Динамика рентабельности иностранных облачных провайдеров и коммерческих ЦОД



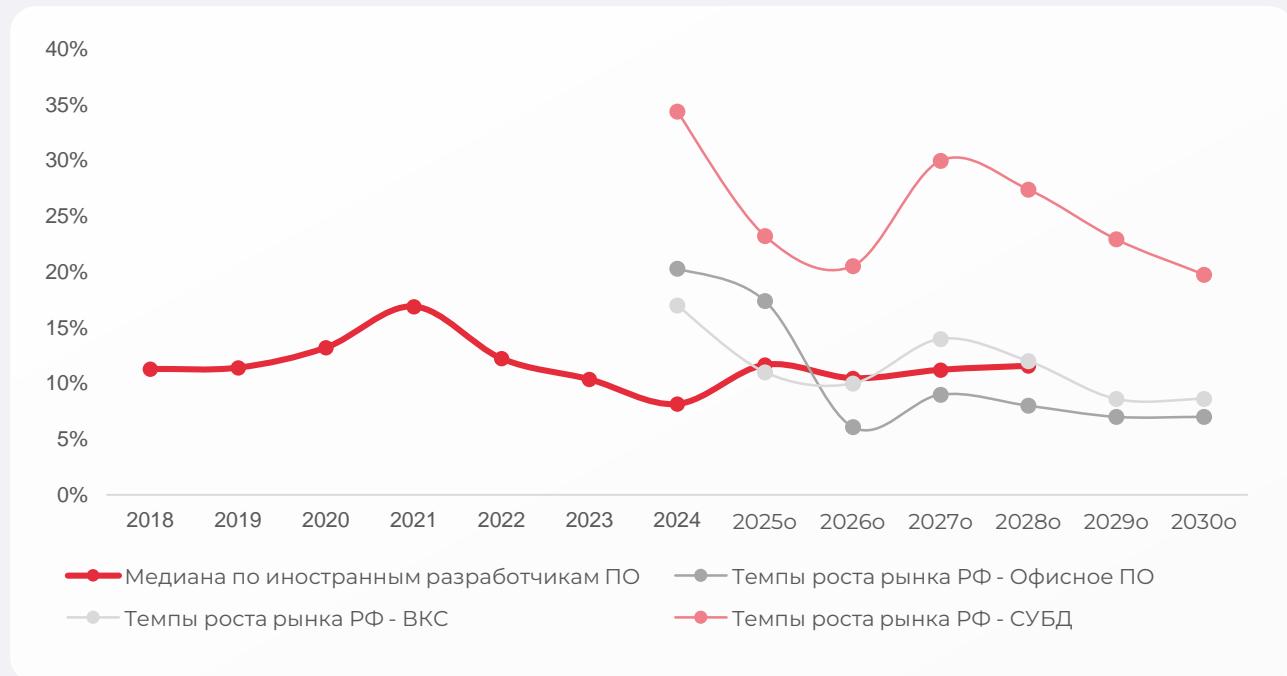
Динамика рентабельности Селектел



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

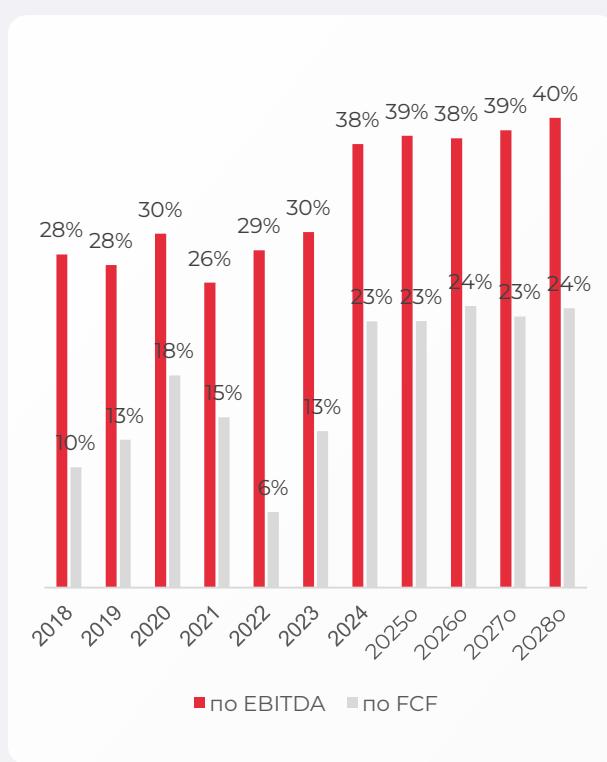
Источник: Совкомбанк, компания

Динамика медианных темпов роста выручки иностранных разработчиков ПО и темпы роста рынков ПО, на которых присутствует Яндекс, в РФ



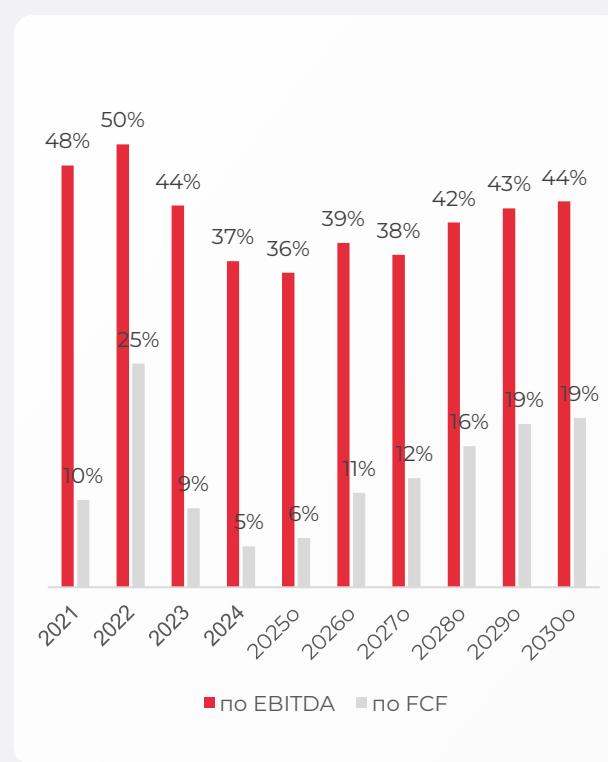
Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Динамика рентабельности иностранных разработчиков ПО



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Динамика рентабельности российских разработчиков ПО



Источник: Совкомбанк, компании



Умные колонки

Продукты Яндекс:

Умная колонка Алиса



Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по выручке**49**

млрд руб.

112

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30**18%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****10%****Доля Яндекса на рынке****80%****80%****Выручка Яндекса от этого направления****39**

млрд руб.

90

млрд руб.

Доля в выручке Яндекса**2,5%****2,1%****EBITDA Яндекса от этого направления****4,7**

млрд руб.

9

млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса**1,7%****0,8%****Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов****в РФ****1,2x****в мире****3,3x****Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов****в РФ****6,4x****в мире****16x**

➤ Наш взгляд на рынок

- **Яндекс — лидер российского рынка умных колонок с долей около 80%** в денежном выражении. При этом, в штуках доля, по нашим оценкам, либо сопоставима, либо ниже, так как Яндекс, являясь лидером, может устанавливать более высокие средние цены, чем конкуренты
- По нашим расчетам, **текущее проникновение умных колонок в домохозяйства РФ составляет 26%, и может вырасти до 60% к 2030 г.**, за счет старения населения, уже использующего такие устройства и создания новых домохозяйств более молодыми россиянами (более продвинутыми в использовании цифровых сервисов, в том числе умных колонок для дома)
- Также мы ожидаем, что развитие интернета вещей и умных домов будет дополнительно стимулировать спрос на умные колонки Алиса
- Хотим отметить, что не исключаем вероятности того, что в дальнейшем колонки Алиса будут работать более эффективно и позволят выполнять значительно больше действий.

Факторы роста:

- Рост проникновения умных колонок за счет старения населения РФ (уже использующего данные девайсы) и создания новых домохозяйств более молодыми россиянами (более продвинутыми в использовании цифровых сервисов, в том числе умных колонок для дома)
- Дополнительное стимулирование спроса на умные колонки благодаря развитию интернета вещей и умных домов
- Улучшение эффективности и экосистемной совместимости, позволяющих людям выполнять более широкий спектр задач, что, в свою очередь, может стать одним из факторов роста.

Факторы, ограничивающие рост:

- Умные колонки характеризуются низкой повторяемостью продаж (низкой рекуррентностью), чтобы стимулировать повторные покупки, необходимы инновационные решения и уникальные сервисы
- Высокие требования к экосистемной совместимости и объёму данных для обучения ИИ-агента «внутри» колонки создает высокий барьер входа для новых игроков.

Объем и темпы роста рынка

млрд руб. и %

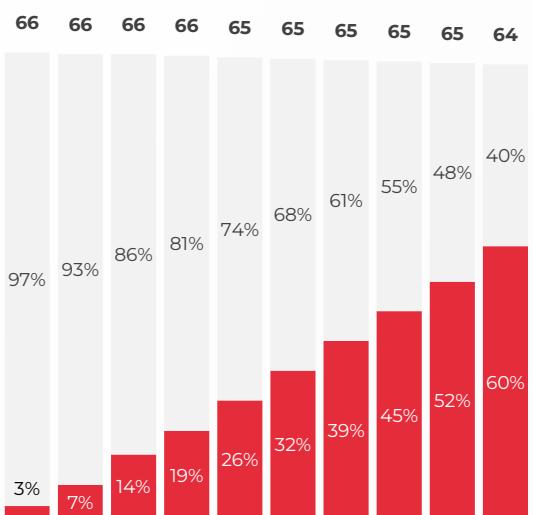
После слабых 2025-2026 гг., на фоне сокращения трат на товары не первой необходимости большинством домохозяйств, мы ожидаем резкого ускорения темпов роста в 2027 г., на фоне реализации отложенного спроса.

В 2028 г. ждем стабилизации рынка. Далее в 2029-2030 гг. вновь ожидаем ускорения темпов роста. В основном из-за окончания срока полезного использования более старых версий умных колонок и желания населения заменить их на усовершенствованные варианты



Источник: Совкомбанк

Проникновение умных колонок в домохозяйства РФ, млн и %



■ Домохозяйства без умных колонок

■ Домохозяйства с умными колонками

Доли игроков рынка в 2024 г.



Источник: Совкомбанк

Источник: Совкомбанк

- **В мире нет специализированных производителей, основной доход которых формируется за счёт продаж умных колонок.** Дело в том, что для развития умной колонки необходимо развитие разговорного ИИ-агента. В свою очередь, для его обучения и функционирования, необходима большая команда ИИ-специалистов, значительное время на ML (machine learning) и RL (reinforcement learning), а также большое количество вычислительных мощностей
- При этом, компания, обладающая всеми вышеперечисленными компетенциями может генерировать и монетизировать гораздо больше бизнес-направлений и задумок, чем просто продажа умных колонок. По факту, **именно умные колонки являются логичным продолжением развитой ИТ-инфраструктуры и её производной**, а не наоборот
- Именно поэтому **только компании с развитой ИТ-инфраструктурой, разрабатывающие собственные LLM или разговорных ИИ-агентов уже много лет, могут добиться каких-либо успехов в производстве и продаже умных колонок.**

Ключевые показатели и мультиплекторы зарубежных компаний, лидирующих на рынке умных колонок

	Ключевые показатели					Мультиплекторы				
	CAGR Выручки '24-'29	Сред. рентаб. EBITDA '24-'29	Сред. рентаб. ЧП '24-'29	Сред. рентаб. FCF '24-'29	ND/ EBITDA '25	EV/ Выручка '25	EV/ EBITDA '25	EV/ EBITDA '26	P/E '25	P/E '26
Alphabet	12%	47%	31%	19%	(0,4x)	9,5x	22x	18x	30x	29x
Baidu	4%	21%	16%	15%	(3,8x)	1,5x	8,2x	7,1x	15x	14x
Amazon	11%	26%	12%	7%	(0,4x)	3,3x	14x	12x	32x	28x
Alibaba	8%	19%	14%	9%	(1,2x)	2,4x	16x	13x	22x	18x
Apple	7%	35%	27%	29%	(0,3x)	9,6x	28x	25x	36x	33x
Медиана	8%	26%	16%	15%	(0,4x)	3,3x	16x	13x	30x	28x

Источник: Совкомбанк, Refinitiv

- Мы не показываем медианных графиков, так как доля выручки колонок в зарубежных аналогах минимальна и не раскрывается, что не позволяет точно оценить рентабельность и темпы роста сегмента.
- Однако мы сами считаем, что **целевая рентабельность по EBITDA производства и продажи таких колонок в РФ находится на уровне 20% для Яндекса** (как для лидера рынка, для остальных рентабельность ниже и скорее находится в диапазоне 10-15%), а **CAGR '24-'30 рынка умных колонок в РФ составляют 18%**



LLM и ИИ-агенты

Продукты Яндекс:

Alice AI LLM



ИИ агенты:

1. Инфраструктура и модели для создания ИИ-агентов
 - Alice AI LLM
 - Платформа AI Studio
2. ИИ-сервисы (с агентными функциями)
 - Yandex SpeechSense
 - Yandex SpeechKit
3. ИИ-агенты
 - Для пользователей: Алиса в режиме ИИ-агента в Яндекс Браузере, ИИ-агент в поддержке Яндекс Такси, ИИ-агент в Яндекс Маркете
 - Для бизнеса: Нейросаппорт, Нейроюрист, Нейроаналитик
 - Для разработчиков: SourceCraft Code Assistant

Снэпшот рынка

2025

2030

Объем рынка по выручке**24**

млрд руб.

547

млрд руб.

CAGR рынка '25-'30**87%****Целевая рентабельность EBITDA на рынке от выручки****25%****Доля Яндекса на рынке****0%****10%****Выручка Яндекса от этого направления (только B2B)****0**

млрд руб.

55

млрд руб.

Доля в выручке Яндекса**0%****1,3%****EBITDA Яндекса от этого направления****-1,2**

млрд руб.

14

млрд руб.

Доля в EBITDA Яндекса**-0,4%****1,2%****Мультиликатор EV/Выручка '25 аналогов**

в РФ

--x

в мире

44x**Мультиликатор EV/EBITDA '25 аналогов**

в РФ

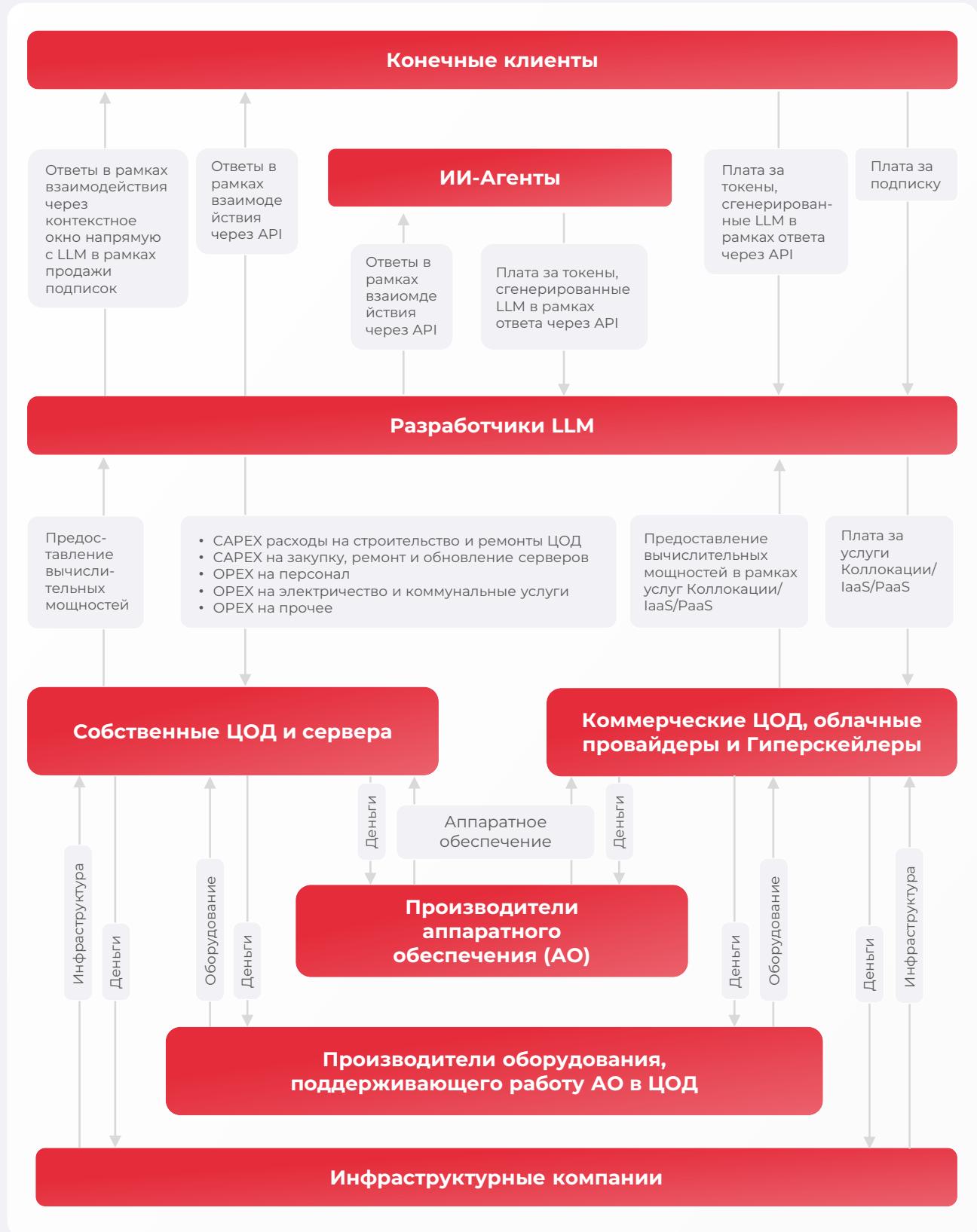
--x

в мире

--x

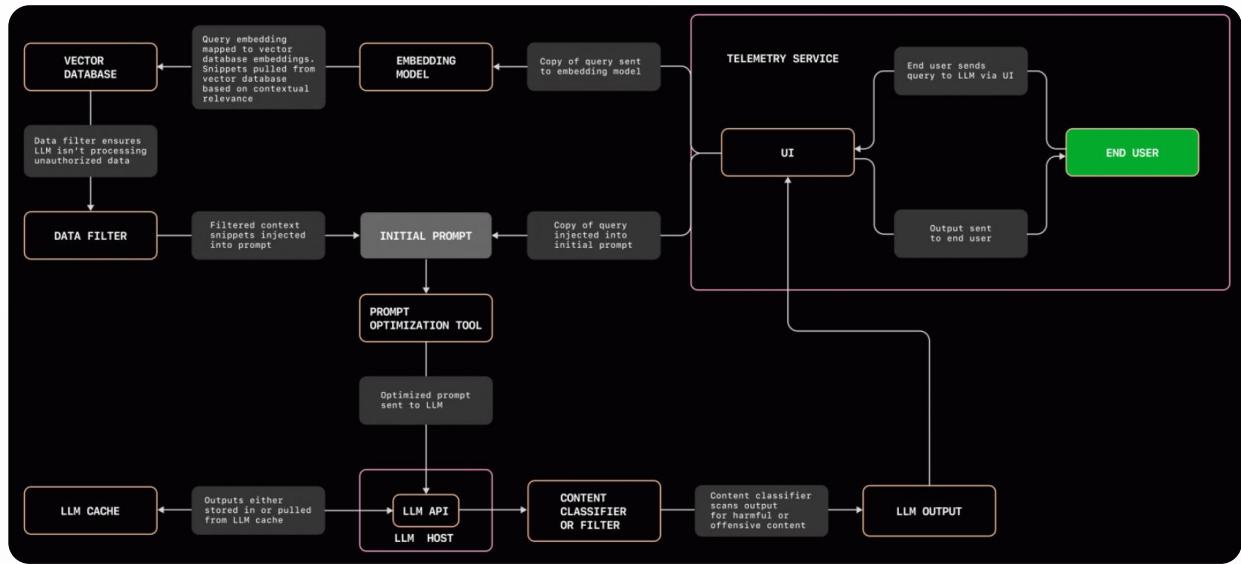
➤ Как это работает

На схеме ниже наше представление «мира ИИ» и того как участники этого «мира» зарабатывают деньги



➤ Взаимодействие ИИ-агента с LLM через доступ к API этой LLM в рамках реализации запроса конечного пользователя

Ниже на схеме приведен хороший пример того, какой путь проходит запрос клиента, который он сделал в ИИ-агенте.



Источник: Хабр

1. Клиент отправляет запрос (промпт) ИИ-агенту
2. ИИ-агент улучшает (делает его более четким, структурированным и понятным для LLM) промпт
3. ИИ-агент направляет HTTP-запрос в формате JSON к LLM через API
4. LLM обрабатывает запрос и выдает ИИ-агенту ответ в таком же формате. Также в конце ответа будет приведена информация о количестве израсходованных токенов и их стоимости, которую нужно оплатить владельцу ИИ-агента. Выглядит это так:

Запрос

```
curl -X POST https://dewiar.com/API/api \
-H "Content-Type: application/json" \
-H "Authorization: Bearer DEWIAR-0_..." \
-d '{
  "model": "ollama/gemma3:27b",
  "messages": [
    {
      "role": "user",
      "content": [
        {
          "type": "text",
          "text": "Что изображено на этой картинке?"
        },
        {
          "type": "image_url",
          "image_url": {
            "url": "data:image/png;base64,1VB0Rw...="}
        }
      ]
  }
}'
```

Ответ

```
{
  "id": "chatcmpl-xxxxxxxx",
  "object": "chat.completion",
  "created": 1722601640,
  "model": "gemma3:27b",
  "choices": [
    {
      "index": 0,
      "message": {
        "role": "assistant",
        "content": "На изображении один пиксель красного цвета."
      },
      "finish_reason": "stop"
    }
  ],
  "usage": {
    "prompt_tokens": 13,
    "completion_tokens": 6,
    "total_tokens": 19
  },
  "billing": {
    "request_cost": 0.000001675,
    "balance_remaining": 9.942895375,
    "using_own_key": false
  }
}
```

Источник: Хабр

Источник: Хабр

5. ИИ-агент обрабатывает ответ в более понятный конечному клиенту вид и «возвращает» ответ на запрос клиента в обычном контекстном окне, где клиент писал свой запрос

➤ Наш взгляд на рынок

Существование и развитие «мира ИИ», на наш взгляд, обеспечивается 6-ю типами компаний:

- 1. Компании, разрабатывающие ИИ-агентов на базе собственных или сторонних LLM**
ИИ-агенты по сути являются прослойкой между конечным пользователем и LLM, делая работу с LLM более эффективной, быстрой и удобной. ИИ-агенты либо используют менее качественные бесплатные старые версии LLM либо платят разработчикам LLM деньги за доступ к их последним моделям через API. Имея доступ к LLM, ИИ-агент реализует запросы пользователей.
- 2. Компании, разрабатывающие LLM**
- 3. Гиперскейлеры, коммерческие ЦОДы и облачные провайдеры**
Это компании, которые строят ЦОДы, формируют физическую и облачную вычислительную инфраструктуру и затем сдают это в аренду компаниям, которым нужны вычислительные мощности, но которые не хотят брать на себя непрофильные CAPEX и OPEX по строительству и поддержанию вычислительных мощностей в периметре своей организации
- 4. Компании, производящие аппаратное обеспечение (АО), необходимое для ИИ-вычислений.**
Это производители CPU, GPU, TPU, DPU, оперативной памяти (RAM, в том числе HBM), постоянной памяти (NAND), материнских плат, маршрутизаторов, коммутаторов, производители литографов, систем травления и осаждения, производители и сборщики серверных коробок и т.д.,
5. Компании, производящие оборудование, необходимое для стабильной работы аппаратного обеспечения.
Это производители охлаждающих устройств, генераторов и резервных топливных генераторов, блоков распределения энергии, мощных вентиляторов и вентиляционных систем, систем резервного питания и т.д.
6. Компании, формирующие инфраструктуру, необходимую для функционирования игроков из группы 3, на которых полагаются компании из групп 1 и 2.
Это электрогенерирующие и электросетевые компании, компании прокладывающие ШПД, компании, строящие ЦОДы и подводящие необходимую инфраструктуру к ним и т.д.

Эту **«экосистему ИИ» можно было бы дополнительно расширить**. По сути компании из группы 4 полагаются на компании добывающие и производящие редкоземельные металлы. Компании из группы 5 тоже имеют различных поставщиков. **Но мы считаем ядром мира ИИ именно эти 6 групп.**

На данный момент «мир ИИ» находится в активной стадии своего формирования, где **основная выручка сосредоточена в группах 3 и 4**. В большой степени эту обусловлено существенным превышением спроса над предложением в этой группе при монопольном положении ряда игроков в своих нишах (Nvidia в GPU, SK Hynix в HBM, Amphenol в соединительных устройствах, TSMC в производстве чипов и т.д.).

Мы считаем, что **в будущем доля выручки, генерируемой в группах 3 и 4 будет уменьшаться**. Это будет происходить по мере развития технологий, расширения производственных мощностей и усиления конкуренции со стороны других игроков (особенно применимо к группе 4).

Предложение в этих группах будет увеличиваться. А спрос в будущем может расти меньшими темпами, чем сейчас в случае научных прорывов в сфере архитектуры LLM моделей, которые позволят получать те же вычислительные результаты при меньшем количестве вычислительных операций и меньшем ресурсе вычислительных мощностей.

➤ **А доля выручки, генерируемой в группах 1 и 2 будет расти.** По мере расширения применения LLM и, особенно, ИИ-агентов на их основе, ТАМ этих групп будет увеличиваться. Это приведет к существенному росту доли выручки, генерируемой в группах 1 и 2.

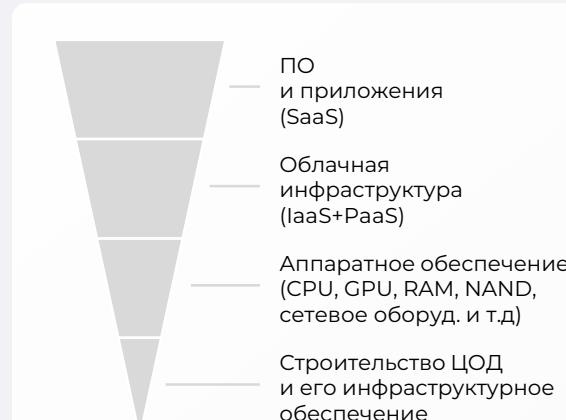
Хотим отметить, что **мы уже наблюдали похожую ситуацию ранее.** По мере развития виртуализации серверных мощностей и спроса на облачные вычисления, загрузка серверных мощностей и эффективность применения серверов в целом росли. Это привело к **опережающему росту рынка ПО и приложений по сравнению с ростом рынка самих вычислительных мощностей, необходимых для их развертывания.**

Соотношение рынка ПО и приложений к рынку аппаратного обеспечения (АО) выросло с 1.4x в 2014 г. до 2.5x в 2024 г. согласно данным Gartner

Соотношение объемов ИТ-затрат организаций на ПО и АО



Текущая «пирамида выручки» в мире базового ПО и необходимой инфраструктуры



Источник: Gartner, Совкомбанк

Источник: Совкомбанк

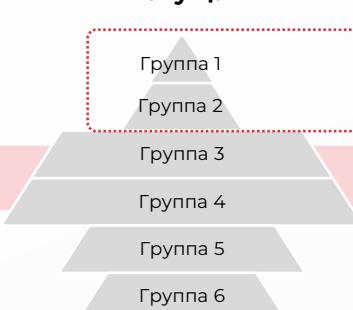
Текущая и будущая «пирамида выручки» в «мире ИИ»

Считаем, что группа 2 в будущем все равно будет генерировать больше выручки, чем группа 1, так как продукт группы 2 (LLM) будет базой для функционирования роботов-гуманоидов и беспилотных технологий, которые сами по себе формируют такой же большой ТАМ для группы 2, как и группы 1

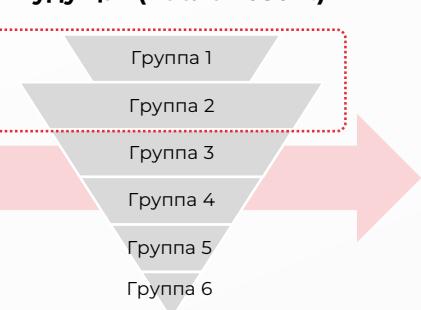
До 2022 г.



Текущая



Будущая (после 2030 г.)



Источник: Совкомбанк

➤ Таким образом, **сейчас наиболее перспективными с точки зрения темпов роста выручки и роста рентабельности являются компании из групп 1 и 2 – разработчики LLM моделей и разработчики ИИ-агентов на базе этих LLM.**

При этом **группу 2 считаем самой рискованной и конкурентной**, но при этом ожидаем там наивысший ROI для лидеров рынка, которые смогут «выжить» в процессе эволюции технологии и ожесточенной конкуренции.

Ожидаем, что в группе 2 **со временем останется только 4-5 игроков**, которые смогут пройти текущий период высоких вложений и существенного негативного FCF без четкого понимания будущего ROI. По нашему мнению, в дальнейшем они займут свои 15-20% рыночной доли и смогут устанавливать такие цены за свои услуги, которые позволят им генерировать такой FCF, который обеспечит требуемый инвесторами ROI.

При этом отмечаем, что **часть этих игроков будет представлена компаниями из США, а другая из Китая**. Согласно совокупности проводимых тестов **лучшие LLM делают только компании из этих 2-ух стран**.

Бенчмаркинг ИИ моделей на основе Epoch Capabilities Index

Epoch Capabilities Index (ECI) это сводный индекс, который формируется на основе 39 различных тестов, которые показывают эффективность ИИ-моделей в решении сложных задач. Часть тестов, используемых в индексе, проводится внутри компании Epoch AI, результаты остальных тестов собираются из внешних источников.



➤ Такое **технологическое лидерство обусловлено:**

- 1) **Высокими затратами на вычислительные мощности** со стороны этих компаний
- 2) **Развитым VC-рынком**, который поддержал эти модели в начале их пути
- 3) **в США и Китае сложилась высокая концентрация ИТ-талантов.**

Такая ситуация в США стала возможна благодаря открытости для высококвалифицированных трудовых мигрантов (до администрации Трампа 2.0) и самому развитому в мире рынку VC.

В Китае такая ситуация сложилась из-за целенаправленной политики Китайского правительства по стимулированию притока высококвалифицированных иностранных специалистов и возвращения собственных высококвалифицированных граждан на рабочие места в инновационных Китайских компаниях и стартапах.

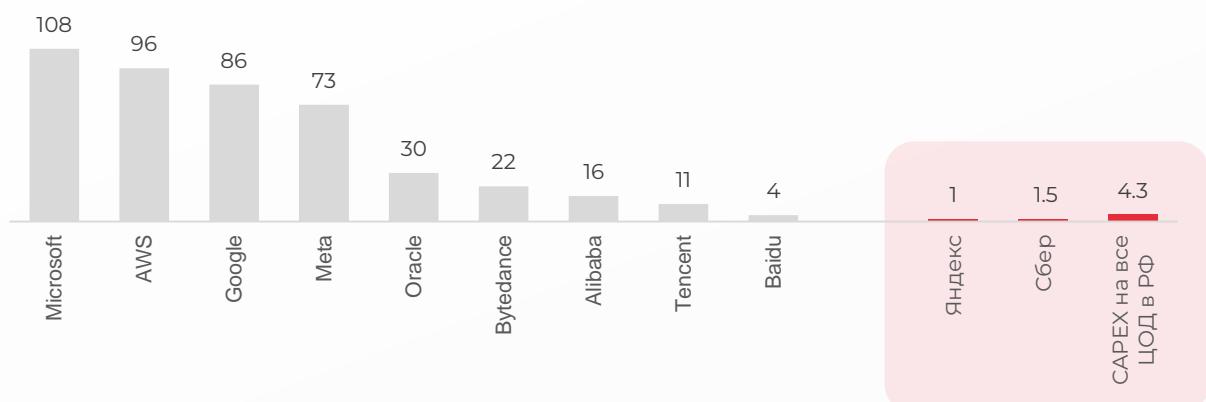
➤ **В РФ на данный момент не выполнен ни один из вышеозначенных критериев.**
Поэтому мы не ожидаем, что Сбер или Яндекс смогут в обозримой перспективе создать LLM, конкурентную на международном уровне.

Возвращаясь к теме CAPEX...

Для сравнения, самый низкий CAPEX на вычислительные мощности **в 2025 г.** согласно прогнозам UBS и Goldman Sachs ожидается **у компании Baidu** (разрабатывает модель *Ernie*) – **\$4 млрд., и дополнительно \$1-2 млрд на аренду** вычислительных мощностей у других гиперскейлеров.

CAPEX на все ЦОДы в РФ по итогам 2025 г., согласно нашим прогнозам в недавно вышедшем обзоре по ИТ-рынкам, **составит всего \$4,3 млрд, а весь CAPEX Яндекса всего около \$1 млрд.**

Прогнозный объем CAPEX гиперскейлеров и компаний, разрабатывающих LLM, из Китая и США в сравнении с РФ по итогам 2025 г. в \$ млрд.

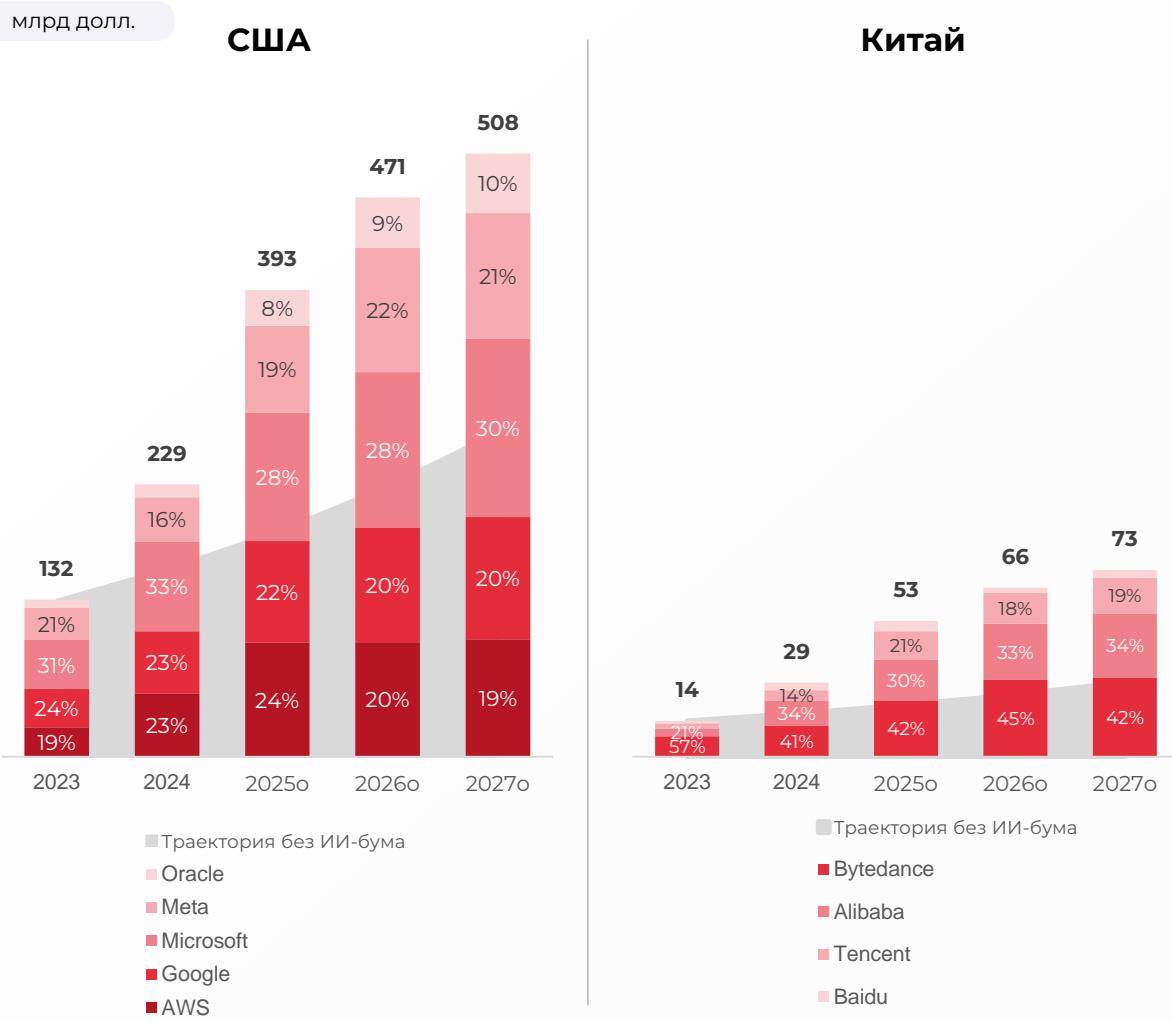


➤ Более того, дальнейшие обучение и развитие LLM будет требовать еще больше CAPEX в 2026-2027 гг.

Изменение этого тренда может произойти только в случае технологического рывка либо со стороны аппаратного обеспечения (более оптимизированные процессоры) либо со стороны программного обеспечения (более простые но не менее точный алгоритм/архитектуру LLM).

Пока что, после прорыва DeepSeek и представления миру архитектуры Mixture of Experts ничего подобного не происходило.

Динамика CAPEX гиперскейлеров и разработчиков LLM в США и Китае



Источник: Совкомбанк, Goldman Sachs, UBS

Таким образом, более логичным шагом для Яндекса является развитие собственных ИИ-агентов и автономных технологий на основе LLM. При этом важно отметить, что мы понимаем по LLM:

Мы отметили, что **Яндекс не обеспечивает достаточного объема CAPEX для обучения и развития собственной LLM конкурирующей в международном масштабе**. Поэтому **когда мы говорим «на основе LLM», мы имеем в виду, что** Яндекс либо:

1. Платит за доступ к сторонним LLM (скорее всего китайской разработки) через API
2. Использует open-source LLM (скорее всего китайской разработки) старой версии с уже настроенной архитектурой и затем дообучает её на реальных данных о своей клиентской базе, а также дорабатывает/кастомизирует её под русский язык.

Это означает, что без участия Яндекса уже была проведена большая работа ИТ-специалистов и вычислительных мощностей по подбору корректных «весов» для «нейронов» модели по всем её «слоям», чтобы модель максимально корректно отвечала на запросы пользователей.

Далее Яндекс проводит дообучение модели на имеющихся у него данных, чтобы максимально адаптировать стороннюю LLM под выполнение необходимых Яндексу задач и с учетом российского контекста.

Считаем, что **Яндекс скорее всего идет по пути №2**.

Мы ожидаем, что инвестиции в ИИ-агентов и беспилотные технологии быстрее приведут к положительному FCF от этих видов деятельности, чем инвестиции в создание по-настоящему «собственной» LLM.

Факторы инвестиционной привлекательности рынка LLM и ИИ-агентов

- Высокий потенциальный ТАМ
- Потенциально высокий ROI для игроков, которые смогут победить в конкурентной борьбе
- Стратегическая важность данных разработок

Факторы, ограничивающие дальнейшее развитие:

- Рост стоимости вычислительных мощностей и услуг по их аренде из-за дефицита предложения
- Физические ограничения дальше улучшать модели из-за нехватки электроэнергетических генерирующих и сетевых мощностей

- **Мы оцениваем, что развитие ИИ в РФ к 2030 г. принесет 5.5 трлн руб. экономического эффекта (2% ВВП РФ). Под этим мы подразумеваем эффект от использования LLM и ИИ-агентов на их основе.**
- **Выручка разработчиков составит 10% от экономического эффекта или 547 млрд руб. к 2030 г. Выручка будет формироваться за счет продажи подписок, а также стоимости проданных в рамках доступа к API токенов.**

Прогноз развития рынка ИИ в РФ

▶ Нижеприведенные прогнозы основаны на большом количестве предпосылок и вероятностных суждений

		2024	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Экономический эффект от применения LLM и ИИ-агентов в РФ*	\$ млрд	6	10	19	27	36	44	53
Коэффициент монетизации экономического эффекта	%	1%	3%	4%	6%	7%	9%	10%
Выручка от продаж подписок и токенов LLM и ИИ-агентов в РФ	\$ млрд	0,1	0,3	0,8	1,6	2,6	3,8	5,3
Необходимый объем мощностей ЦОД	МВт	43	73	137	202	266	330	394
Кол-во МВт требуется для достижения \$1 млрд экономического эффекта	МВт/\$1 млрд	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Необходимый объем CAPEX, в том числе:	\$ млрд	0,6	0,8	2,1	2,9	3,2	3,7	4,0
- на расширение	\$ млрд	0,6	0,8	2,1	2,9	3,0	3,1	3,2
- на поддержание	\$ млрд	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	0,7
Стоимость CAPEX на 1 МВт новой мощности ЦОД	\$ млн/МВт	20	26	32	45	47	48	50
Курс рубля, среднее за период		93	84	84	94	99	101	103
Экономический эффект от применения LLM/ИИ-агентов в РФ	Р млрд	538	828	1 554	2 552	3 543	4 487	5 468
Затраты на ИИ-модели/агентов в РФ (Оплата подписок и API, услуг по внедрению и поддержке)	Р млрд	8	24	67	146	253	385	547
- Доля иностранных LLM/ИИ-агентов	%	100%	100%	98%	94%	90%	84%	80%
- Доля российских LLM/ИИ-агентов	%	0%	0%	2%	6%	10%	16%	20%
Необходимый объем мощностей ЦОД	МВт	43	73	137	202	266	330	394
Необходимый объем CAPEX, в том числе	Р млрд	55	65	174	270	316	370	407

Источник: Совкомбанк

*Согласно отчету "McKinsey: The economic potential of generative AI: The next productivity frontier"

▶ Экономический эффект от внедрения ИИ возникает за счёт снижения операционных расходов и роста выручки путем ускорения и улучшения процессов*.

▶ **Примеры сокращения расходов:**

- В **Call-центрах** оптимизация сотруднического штата до 30–45% затрат благодаря внедрению голосовых помощников; в **банках** — сокращение **младших IT-специалистов** до 20–45% за счёт автоматизации кода, а также сокращение расходов на **кредитных специалистов** за счёт использования ИИ-моделей для оценки заемщика и принятия решений о выдаче кредита и о размерах резерва (оптимизация около 15%); в корпоративных структурах возможна оптимизация (10–15% расходов) **административного персонала** (юристов, бухгалтеров).

▶ **Примеры увеличения выручки:**

- **Эффект на продажи компаний** составит 3–5% за счёт лучшего анализа потребностей клиентов. **На рекламу** дополнительная выручка оценочно составит 5–15% от маркетинговых расходов благодаря повышению эффективности таргетинга и конверсий.

▶ Как итог, внедрение ИИ становится важным фактором эффективности и роста бизнеса, влияя как на сокращение затрат, так и на повышение доходов компаний.

Согласно совместному исследованию Яндекс и Яков и партнеры, **ИИ-агенты при должной настройке и интеграции уже позволили компаниям РФ из ряда отраслей увеличить EBITDA на 8% в 2024 г., а в будущем позволят увеличить EBITDA еще сильнее – на 20%**

Средний эффект, полученный компаниями от внедрения ИИ



Источник: Совкомбанк, Яндекс, Яков и Партнеры

Примеры компаний, которые смогли успешно внедрить и настроить ИИ-агентов и увеличить свою EBITDA за счет этого, будут стимулировать другие компании внедрять ИИ-агентов в свои бизнес-процессы.

Все это будет приводить к циклическому росту спроса на LLM и ИИ-агентов на их основе. Большой спрос будет стимулировать рост цен и **выход разработчиков LLM и ИИ-агентов в зону положительного FCF.**

В свою очередь, рост FCF и **получение инвесторами доказательств состоятельности бизнес-модели**, поможет разработчикам LLM и ИИ-агентов **привлекать дополнительное финансирование**, необходимое для **дальнейшего развития своих продуктов**, расширение функционала и улучшение эффективности существующих функций.

► До недавнего времени, публичным прогнозом по рынку LLM и ИИ-агентов в РФ был только наш.

Однако в начале декабря вышли 2 отчета, освещавших этот рынок. В каждом из отчетов были даны свои прогнозы по рынку:

1. Совместный **отчет Яндекса и Яков и Партнеры** – в рамках отчета прогнозируется **ожидаемый экономический эффект от ИИ к 2030 г. в диапазоне 7,9-12,8 трлн руб.**
2. Совместный **отчет Onside и Just AI** – в рамках отчета прогнозируется рост рынка **генеративного ИИ до 58 млрд руб. по итогам 2025 г. и до 778 млрд руб. по итогам 2030 г.**

Предполагаем, что под рынком имелась в виду выручка разработчиков LLM и ИИ-агентов, а также выручка от работ по системной интеграции этих решений в ИТ-инфраструктуру заказчика, от консалтинга и от технической поддержки.

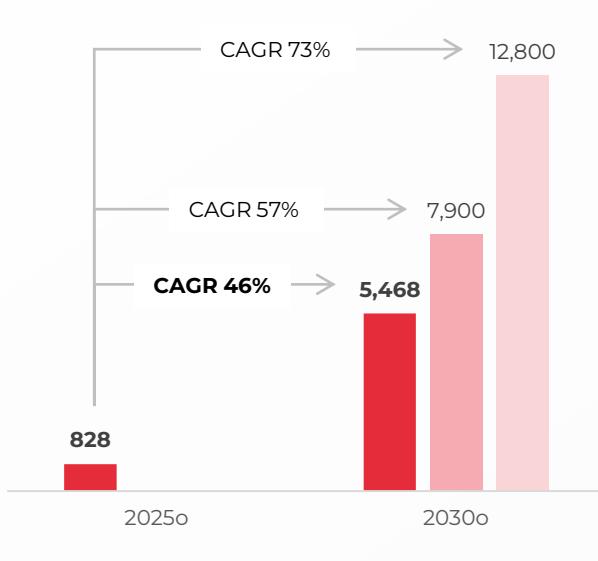
Теперь мы можем сравнить наши прогнозы по экономическому эффекту от внедрения ИИ и по выручке разработчиков **с прогнозами сторонних аналитических агентств.**

Вывод такой, что **по сравнению с ними, наши прогнозы более консервативны**, что еще раз подчеркивает наш осторожный и взвешенный подход к прогнозированию перспективных направлений Яндекса.

Сравнение прогнозов Совкомбанка по рынку LLM и ИИ-агентов с отчетами сторонних агентств, млрд руб.

млрд руб.

Экономический эффект от применения



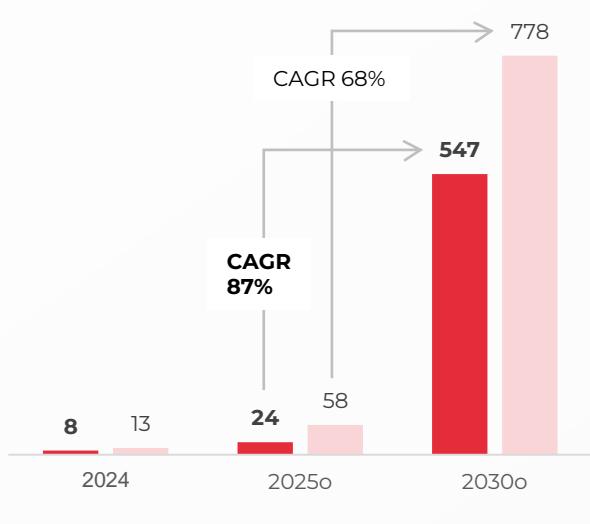
■ Совкомбанк

■ Яндекс/Яков&Партнеры - нижняя граница

■ Яндекс/Яков&Партнеры - верхняя граница

Затраты B2B на LLM/ИИ-агентов

Оплата подписок, доступа к API, работы по внедрению и поддержка

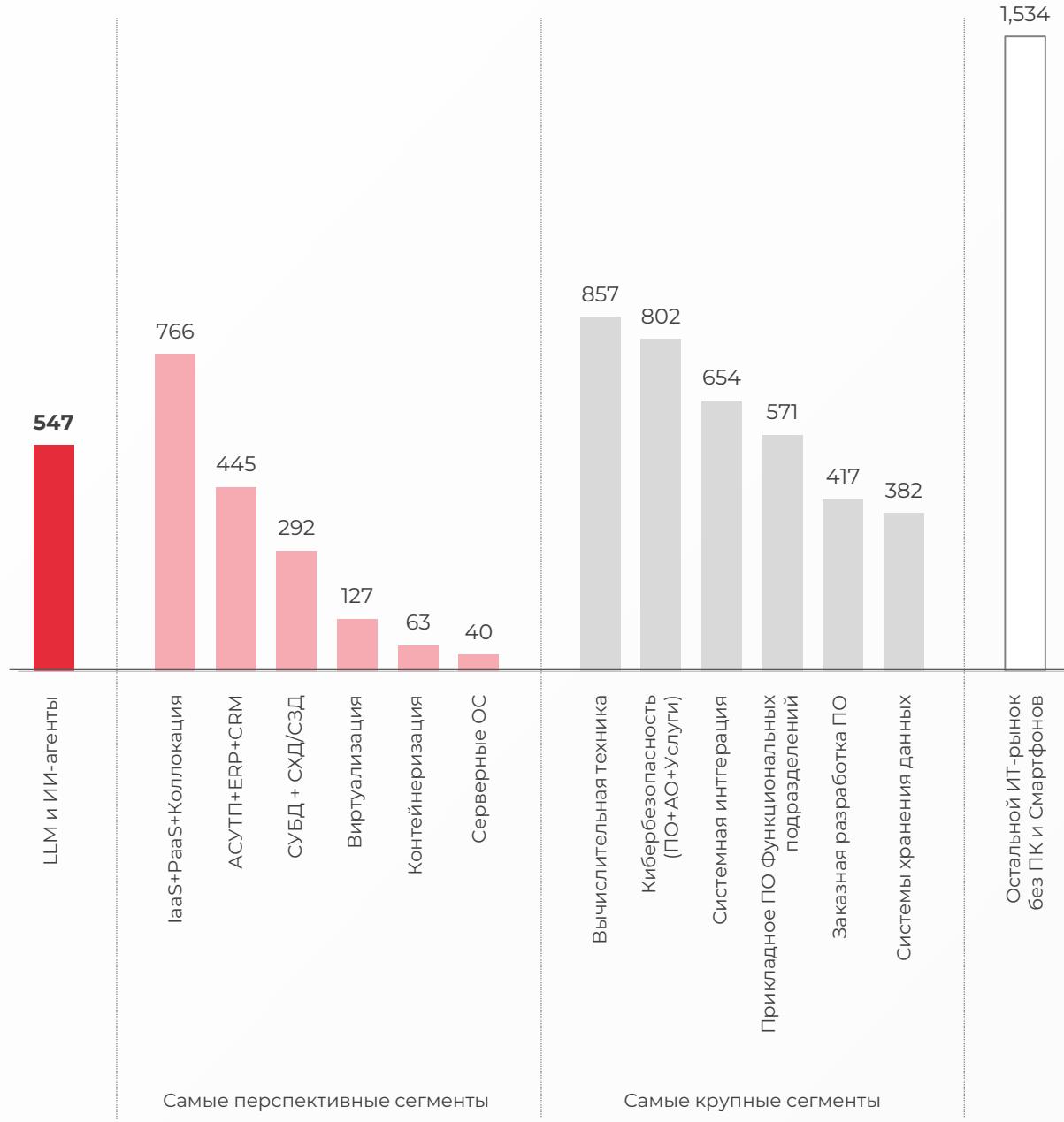


■ Совкомбанк ■ Onside/JustAI

▶ Рынок LLM и ИИ-агентов станет одним из самых важных и крупных сегментов ИТ-рынка к 2030 г.

Объемы самых перспективных и самых крупных сегментов ИТ-рынка по сравнению с объемом рынка LLM и ИИ-агентов в 2030 г.

млрд руб.



Источник: Совкомбанк

По нашей оценке, потенциальная **доля Яндекса** на этом рынке **к 2030 г. будет составлять около 10% от общего объема российского рынка LLM и ИИ-агентов.**

При этом наша оценка включает только B2B направление в связи с тем, что корректно оценить проникновение и монетизацию ИИ-агентов для B2C трудно.

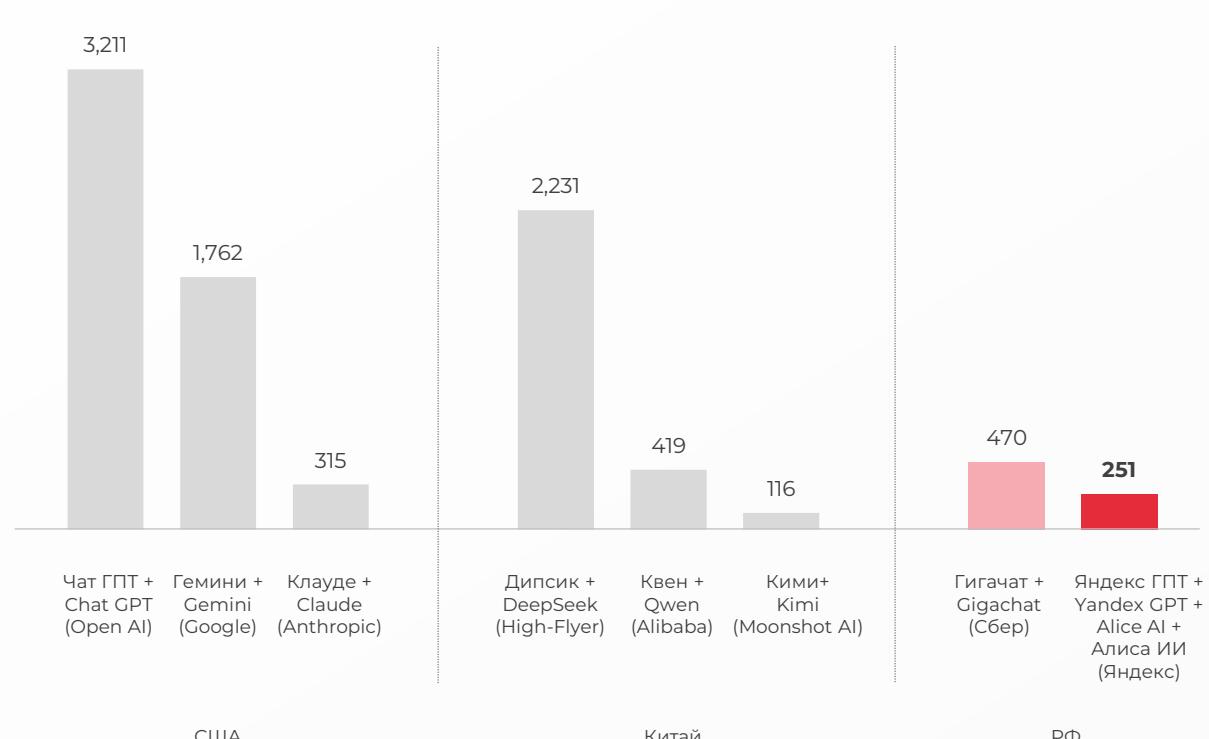
Более высокие значения представляют апсайд-риск для наших прогнозов. В базовом сценарии мы предполагаем, что рынок будет довольно конкурентным и более продвинутые LLM и ИИ-агенты зарубежных компаний будут пользоваться повышенным спросом. **Ожидаем, что после 2030 г. доля Яндекса скорее всего расширится.**

Меньшая доля, на наш взгляд, маловероятна. Уже сейчас у компаний есть ряд ИИ-агентов которые позволяют выполнять **кодинговые, маркетинговые и аналитические функции**. При этом они **адаптированы под рынок РФ гораздо лучше** иностранных аналогов.

Помимо этого, в РФ будет остро стоять вопрос развития и использования суворенных ИИ-агентов. Ситуация будет аналогична импортозамещению ПО, когда российские игроки так или иначе имеют выручку от продажи товаров, даже если ПО фактически не используется заказчиком.

Мы считаем, что ИИ-агенты Яндекса найдут реальное практическое применение и будут фактически использоваться заказчиками, однако даже в случае, если наша оценка окажется ошибочной, то указанный фактор поддержит продажи Яндекса.

Кол-во поисковых запросов в Яндексе в октябре по наименованию передовых LLM из США, Китая и РФ, тыс. запросов



Источник: Yandex Wordstat, Совкомбанк

➤ В настоящее время отсутствуют публичные компании с фокусом исключительно на разработке LLM или ИИ-агентов. Поэтому в качестве аналогов ниже приводим набор последних сделок, где таргетами выступали разработчики LLM/ИИ-агентов

Сделки по приобретению долей в компаниях, разрабатывающих LLM/ИИ-агентов

Таргет	Дата сделки	Раунд	Сумма сделки, млн долл.	Оценка Таргета	Выручка за год t-1 от года сделки	Оценка/Выручка	Краткое описание Таргета
Разработчики ИИ-агентов							
Harvey AI	29-окт-2025	Поздние VC-стадии	175	7 850	75	105x	Разработчик ИИ-агентов для автоматизации юридических процессов
Hugging Face	09-авг-2023	Series D	235	4 270	30	142x	Платформа дает доступ к множеству ИИ-агентов, позволяет разрабатывать собственных ИИ-агентов и ML-модели
ElevenLabs	03-фев-2025	Series C	250	3 090	100	31x	Онлайн-сервис синтеза речи. Позволяет преобразовывать текст в речь, клонировать голос, переводить видео и подкасты на другие языки
Synthesia	15-янв-2025	Series D	184	1 590	75	21x	Разработчик технологии синтеза видео, предназначенный для преобразования текста в видео с аватарами
Cognigy	11-июн-2024	Series C	108	955	10	93x	Разработчик ИИ-агентов и чат-ботов для работы с клиентами и консультирования
InstaDeep	31-июл-2023	M&A	724	724	43	17x	Разработчик ИИ-агентов для генерации и оптимизации маршрутов, схем, расписаний и т.д.
Replit	09-дек-2021	Series B	80	720	20	36x	Разработчик кодингового ИИ-агента, позволяющего создать приложение в Web без необходимости установки какого-либо ПО
Parloa	24-апр-2024	Series B	66	357	5	77x	Разработчик платформы для создания ИИ-агентов для консультирования клиентов
PolyAI	16-май-2024	Series C2	51	353	8	42x	Разработчик ИИ-агента для общения
Luminance	30-янв-2025	Series C	75	325	20	16x	Разработчик ИИ-агента для формирования и проверки документации
Разработчики LLM							
OpenAI	02-окт-2025	Поздние VC-стадии	6 000	500 000	10 675	47x	Разработчик LLM
Anthropic	18-ноя-2025	Series F	15 000	350 000	6 000	58x	Разработчик LLM

▶ Среди всех существующих разработчиков LLM публично свои долгосрочные прогнозы озвучивали только Open AI (разрабатывает модель *Chat GPT*) и Anthropic (разрабатывает модель *Claude*).

Согласно ожиданиям, бизнес-модель Anthropic позволит генерировать положительный FCF гораздо раньше, бизнес-модель Open AI.

Это объясняется тем, что **Open AI стремится создать LLM, которая будет хороша в большинстве функций, выполняемых человеком**. Также Open AI развивает свою LLM в сфере генерации видео и картинок. Для этого нужно использовать гораздо больше вычислительных мощностей, что приводит гораздо к большим затратам. Однако в случае успеха Open AI получит значительно большую часть TAM, чем другие конкуренты.

Anthropic же концентрируется на развитии своей LLM и ИИ-агентов только в рамках конкретных сфер (в основном кодинг). Это позволяет получать сопоставимую с Open AI в краткосрочном периоде выручку при меньших затратах. Однако ограничивает будущую долю TAM.

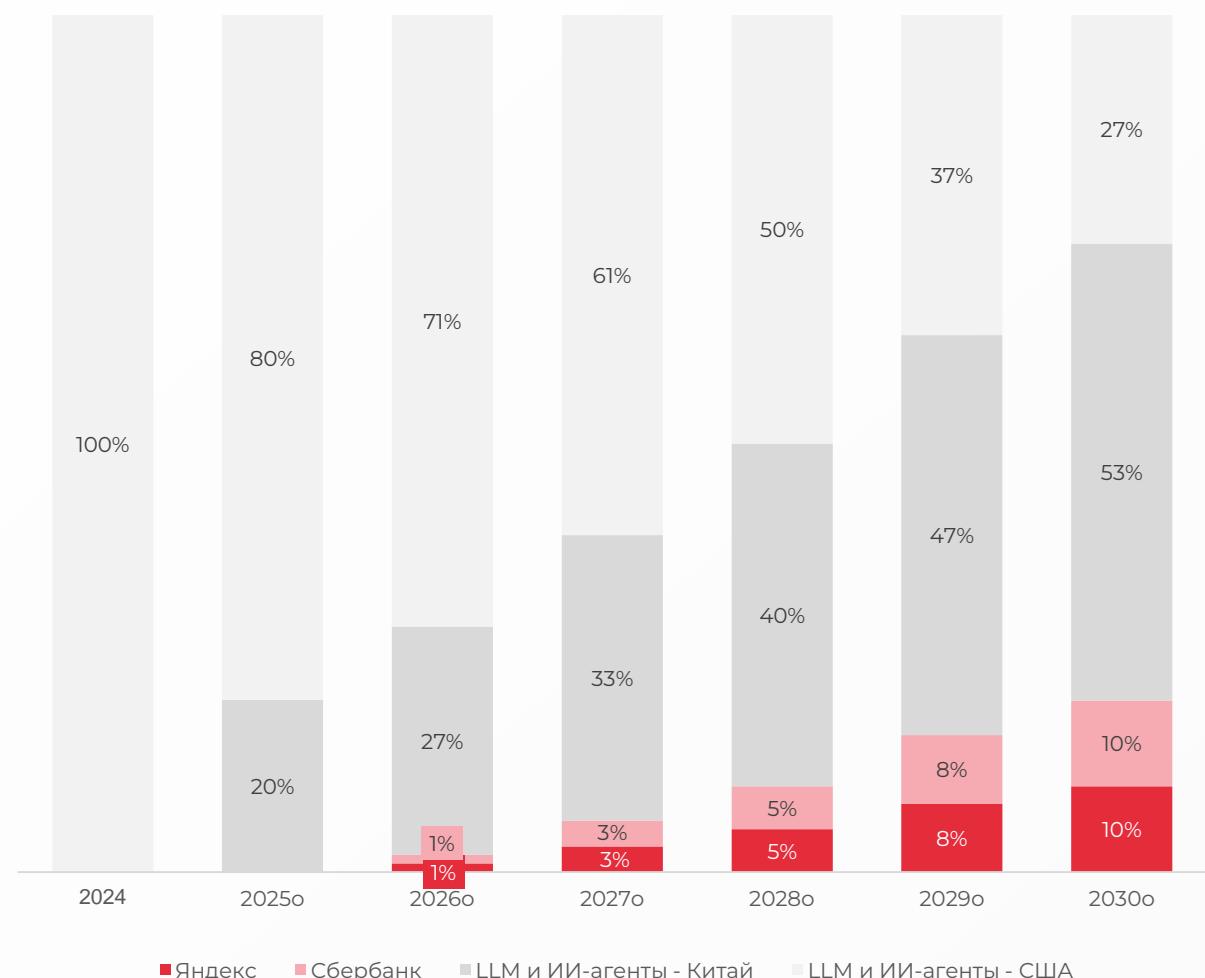
Ниже мы приводим известные текущие и прогнозные цифры по обеим компаниям для понимания, какой примерно экономики можно ожидать от развития LLM в ближайшее время.

Отмечаем, что экономика Яндекса скорее всего будет либо на уровне Anthropic, либо лучше. Это будет обеспечено упором на развитии ИИ-агентов на базе сторонней LLM, которую Яндекс дообучил на прикладных данных о своих клиентах. Такой подход позволит Яндексу сэкономить значительное количество средств на этап pre-train своей LLM, а также позволит Яндексу не платить сторонним LLM-провайдерам за токены, генерируемые в рамках использования клиентами его ИИ-агентов.

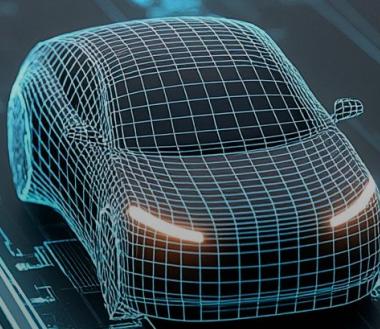
Опубликованные ожидания Open AI и Anthropic по ключевым финансовым показателям

млрд долл.	2024	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о
Open AI						
Выручка	4	13 251%	29 123%	54 86%	86 59%	125 45%
Темпы роста						
Структура						
Подписки		9	18	26	35	50
API		2	3	7	15	22
ИИ-агенты		2	8	21	36	53
FCF	-1	-9	-17	-35	-45	-9
Рентабельность	-35%	-69%	-59%	-65%	-52%	-7%
Anthropic AI						
Выручка	1	7 600%	15 117%	39 156%	70 80%	
Темпы роста						
Структура						
Подписки		2				
API		4				
ИИ-агенты		1				
FCF	-1	-1	-2	3	17	
Рентабельность	-140%	-20%	-10%	8%	24%	

Прогноз распределения долей на российском рынке LLM и ИИ-агентов



Источник: Совкомбанк



Автономные технологии

Продукты Яндекс:



➤ **23 октября Яндекс провел презентацию этого сегмента. Мы положительно смотрим на технологические инициативы Яндекса, но считаем, что значимых эффектов на показатели компании стоит ожидать только после 2028-2029 гг.**

- На продуктовой презентации Яндекс подробнее рассказал о своих беспилотных грузовиках, легковых машинах и роверах. Также Яндекс продемонстрировал взаимодействие роботов-гуманоидов с роверами и рассказал о разработке ПО для складских роботов.
- На закрытой презентации для инвесторов Яндекс дал свои оценки потенциальных рынков, информацию о текущей стадии развития своих разработок.
- Позитивно оцениваем технологические инициативы компании и отмечаем, что Яндекс — пионер развития таких технологий в РФ и, на наш взгляд, останется единственной компанией в стране, способной добиться значимых успехов в своих разработках при должном объеме инвестиций.

- **Рынки беспилотных авто и грузовиков мы анализировали летом** и пришли к выводу, что коммерциализация рынка может начаться с 2027 г., а проникновение беспилотных такси и тягачей в соответствующие автопарки к 2030 г. может составить 5% и 1,5%.
- На закрытой презентации для инвесторов компания подтвердила наши предположения о сроках начала коммерциализации.
- Также **Яндекс** не раскрыл данные о затратах на R&D и других более прикладных вопросов, однако **намеревается регулярно информировать рынки о развитии своего автономного транспорта**

➤ Роверы

- В рамках презентации Яндекса было получено много новой информации о роверах-доставщиках компании. **На данный момент Яндекс заявляет о 80 роверах, работающих в 13 дарксторах** (dark store). **За 9M25** они **выполнили 250 тыс. доставок**.

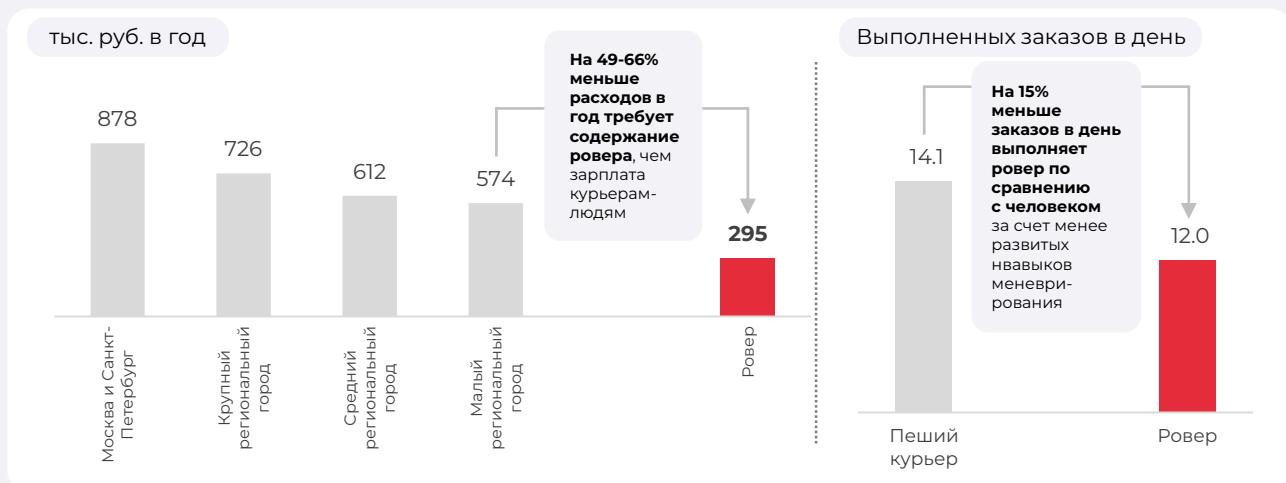
Это **транслируется в 12 доставок на 1 ровер* в день**. Для сравнения, согласно сообществу «Яндекс Курьеры» в [Дзене](#), пеший курьер может совершать в среднем 14 доставок в день. Таким образом, **ровер выполняет на 15% меньше доставок в день, чем пеший курьер**

➤ **Компания не дала четкой структуры и объемов затрат на 1 ровер, но:**

- указала, что **стоимость создания на данный момент составляет 10 тыс. долл., сборка происходит на контрактном производстве в Китае**
- на управление 12 роверами необходим 1 оператор
- мы также считаем, что в штате должен быть инженер, который сможет чинить роверы и перепрограммировать их при необходимости. Предполагаем, что 1 инженер может обеспечить работу 24 роверов.

➤ **Согласно нашим расчетам содержание 1 ровера составляет 295 тыс. руб. в год на данный момент. Из этой суммы 58% – на замену комплектующих и ремонт, 42% – на зарплаты оператору и инженеру.**

Затраты на содержание ровера и его эффективность по сравнению с расходами на оплату труда пеших курьеров в различных регионах и их эффективностью



Источники: Совкомбанк, Яндекс, <https://prof.calculator-kurer-eda.ru/>

➤ **Согласно комментариям менеджмента Яндекс, в дальнейшем эксплуатация ровера будет еще более эффективна. Это станет доступно за счет:**

- Снижения стоимости ровера с 10 до 8 тыс долл. к 2027 г. в текущих ценах. Из-за развития технологий и масштаба производства, стоимость аппаратного обеспечения снизится
- Увеличение кол-ва роверов на 1 человека-оператора. Из-за дообучения ИИ-модели, которая поможет роверам разрешать типовые проблемы без вмешательства человека
- Большего количества заказов за 1 рабочий день, которые сможет делать ровер. Из-за дальнейшего технологического развития аппаратного обеспечения, улучшения программной части на основе накопленного опыта и дообучения ИИ-модели, позволяющей решать типовые проблемы

* По данным компании, в 9M25 в эксплуатации находилось около 95% от общего числа роверов на конец 9M25

Потенциальное улучшение основных показателей влияющих на NPV от замены пешего курьера ровером

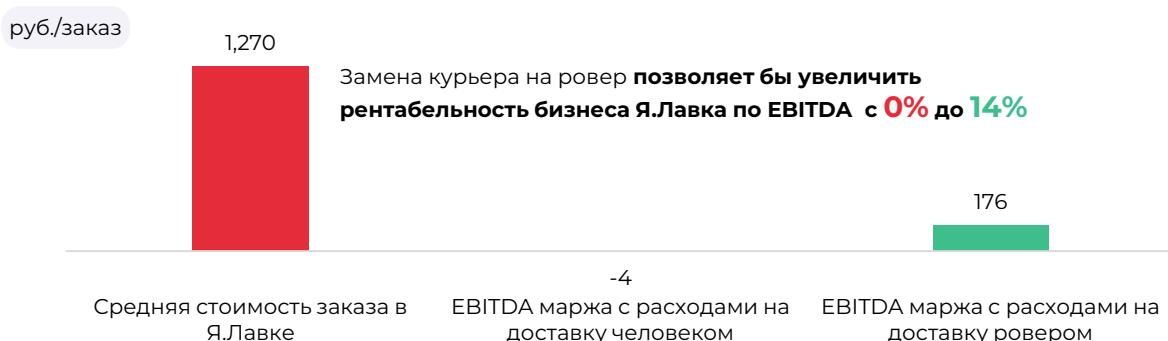


Источники: Совкомбанк, Яндекс

Вышеописанные инициативы создают апсайд-риск к нашим прогнозам, представленным ниже. В текущей версии прогнозов консервативно предполагаем, что текущие параметры являются статичными

- В регионах пеший курьер доставляет примерно то же количество заказов, что и в Москве и Санкт-Петербурге. При этом его стоимость для Яндекса существенно меньше в регионах. Таким образом, **применение роверов в регионах менее эффективно, чем в Москве и Санкт-Петербурге**
- Мы оцениваем, что **рентабельность доставки заказов ровером** в Москве и Санкт-Петербурге **может быть на 14 п.п. более рентабельна, чем доставка пешим курьером**
- При этом, важно понимать, что с учетом изначального CAPEX на создание ровера, NPV от замены курьера ровером в ряде малых городов может быть отрицательным при текущих параметрах.

Unit-economy Яндекс.Лавки при разных сценариях доставки



Источники: Совкомбанк, Яндекс

Анализ NPV и IRR при замене курьера ровером в регионах РФ

Период	0	1	2	3	4	5	TV
Себестоимость производства Ровера, тыс руб.	(850)	--	--	--	--	--	--
Расходы на ремонты, настройку и управление, тыс руб.		(295)	(295)	(295)	(295)	(295)	(295)
Потеря EBITDA от меньшего кол-ва заказов, которое делает ровер относительно человека, тыс руб.		(134)	(134)	(134)	(134)	(134)	(134)
Итого негативное влияние на FCF, тыс руб.	(850)	(429)	(429)	(429)	(429)	(429)	(2 254)
Экономия на зарплате курьера, тыс руб., в:							
Москве и Санкт-Петербурге	878	878	878	878	878	878	4 612
крупном региональном городе	726	726	726	726	726	726	3 814
среднем региональном городе	612	612	612	612	612	612	3 218
малом региональном городе	574	574	574	574	574	574	3 015
Итоговый эффект на FCF от замены человека ровером, тыс. руб. в:							
Москве и Санкт-Петербурге	(850)	449	449	449	449	449	2 359
крупном региональном городе	(850)	297	297	297	297	297	1 560
среднем региональном городе	(850)	183	183	183	183	183	964
малом региональном городе	(850)	145	145	145	145	145	761
NPV в:				IRR в:			
Москве и Санкт-Петербурге	1 509 тыс руб.		Москве		53%		
крупном региональном городе	710 тыс руб.		крупном региональном городе		35%		
среднем региональном городе	114 тыс руб.		среднем региональном городе		22%		
малом региональном городе	(89) тыс руб.		малом региональном городе		17%		
Срок окупаемости в:							
Москве и Санкт-Петербурге	1,9 Года						
крупном региональном городе	2,9						
среднем региональном городе	4,6						
малом региональном городе	Пока что не окупается						

Источники: Совкомбанк

➤ **Согласно комментариям Яндекса роверы могут быть применены примерно в 80% дарксторов Я.Лавки.** Компания утверждает, что локации вокруг этих дарксторов обладают всей необходимой инфраструктурой для передвижения роверов.

Мы считаем, что оценки компании являются оптимистичными. Более реалистичными, на наш взгляд, являются значения в диапазоне 30–50%. При таких значениях роверы будут оперировать во всех дарксторах, которые находятся рядом с деловыми центрами городов РФ.

Считаем, что в текущих условиях функционирование роверов в спальных районах имеет отрицательное NPV:

- В случае если стоимость доставки ровером и курьером будет одинаковой – у клиента не будет мотивации спускаться на первый этаж за доставкой. Не в каждом подъезде есть консьерж, а там, где он есть, заказы он всё равно носить не будет, так как это будет мешать его основной работе
- В случае, если Яндекс будет закупать в Китае дополнительных роботов-гуманоидов, которые будут роверы в у подъездов, чтобы поднять заказ на этаж – unit-economy заказа значительно ухудшится. Так как это вызовет дополнительный CAPEX и много OPEX и R&D на обучение и развитие роботов-гуманоидов.

- Согласно данным за 9М25, на **1 даркстор**, в подходящей для работы роверов локации, **приходится 6 роверов**. При этом менеджмент Яндекс, утверждает, что **целевой показатель это 10 роверов на 1 даркстор**. Планируется, что такого количества удастся достигнуть в 2026 г.
- Таким образом, **оцениваем максимальное количество роверов в «флоте» Яндекс.Лавки в 4 085 единиц к 2030 г**. Это **существенно отличается от прогнозов Яндекса**. Компания ожидает, что уже в 2026 году 2 000 роверов будут осуществлять доставку, а в 2027 г. их число может составить 20 000 ед.

Прогнозы по количеству роверов, осуществленных ими заказов и количеству дарксторов с роверами – на примере Яндекс.Лавки

		2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
ед. изм.							
Максимальная доля дарксторов, Я.Лавка в которых целесообразно использование Роверов. Комментарии Яндекс	%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Дарксторов Я.Лавка всего	ед.	632	682	727	767	797	817
Дарксторы Я.Лавка, использующие роверов	ед.	13	102	218	307	359	409
Доля дарксторов с Роверами	%	2,1%	15%	30%	40%	45%	50%
Роверов на Даркстор	ед.	6	10	10	10	10	10
Кол-во Роверов, конец периода	ед.	80	1 023	2 181	3 068	3 587	4 085
Новые Роверы	ед.	80	943	1158	887	519	499
Заказов на Ровер в день	ед.	8,6	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Кол-во заказов доставлено всего	млн ед.	127	152	196	228	256	274
Кол-во заказов доставлено роверами	млн ед.	0,25	4,5	9,6	13,5	15,7	17,9
Темпы роста	%		1695%	113%	41%	17%	14%
Доля заказов, доставленных роверами	%	0,2%	3,0%	4,9%	5,9%	6,2%	6,5%

Источники: Совкомбанк, компания

Низкая доля доставок роверами, несмотря на значительное проникновение в число действующих дарксторов, объясняется ограниченной местностью применения роверов.

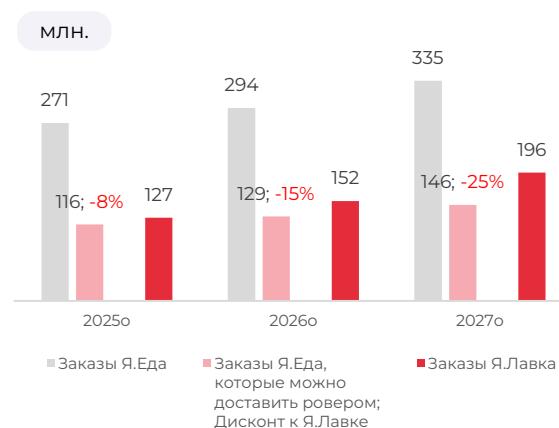
Кроме того, ровер в текущей конфигурации выполняет на 15% меньше доставок в день по сравнению с пешим курьером из-за по сравнению с человеком из-за ограниченной маневренности.

А еще есть курьеры доставщики на электровелосипедах и самокатах, их скорость передвижения гораздо выше.

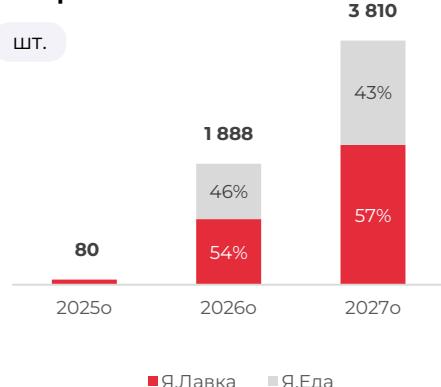
- Расчет, приведенный на предыдущей странице, касается только Яндекс.Лавки. Помимо этого сервиса **риверы также использует другой сервис – Яндекс.Еда**.
- Несмотря на то, что количество доставок Яндекс.Еды больше, чем у Яндекс.Лавки, мы считаем, что потребность в риверах будет меньше. Это связано с тем, что 24% доставок в этом сервисе выполняется самими партнерами (в основном с помощью автодоставчиков либо доставчиков на электробайках), а также с тем, что значительная часть доставок из ресторанов, на наш взгляд, осуществляется не пешими доставчиками.

Динамика заказов Я.Еда и Я.Лавка и необходимое для этого количество риверов

Заказы



Риверы

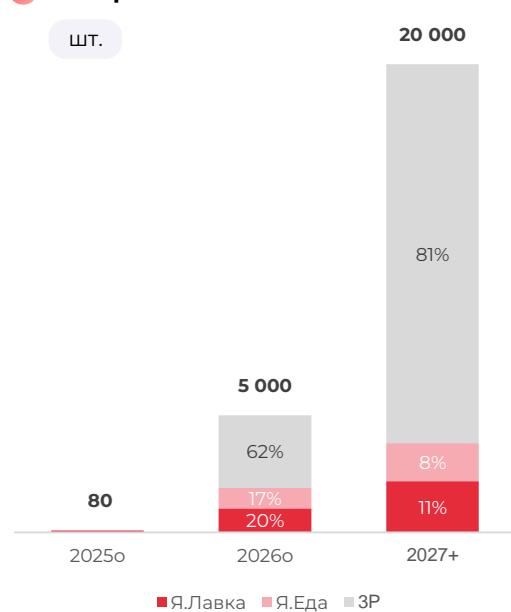


Источники: Совкомбанк, компания

Предположительное количество риверов Яндекса в эксплуатации

- Помимо этого, Яндекс планирует продавать риверы третьим лицам. Например недавно было согласовано пилотное соглашение с Магнит. Доставка, а X5 уже доставляет заказы риверами Яндекса в Москве. Детали соглашения не разглашаются, но в целом Яндекс планирует довести флот риверов до 5 тыс. ед. на конец 2026 г. и до 20 тыс. ед. после 2027 г.
- Согласно нашему прогнозу флота, необходимого для сервисов самого Яндекса, получается, что большую часть парка планируется производить и продавать третьим лицам.
- На данный момент мы не можем ни подтвердить, ни опровергнуть реальные возможности Яндекса по продаже такого количества риверов, поэтому считаем, что закладывать это в модель преждевременно.

Риверы



Источники: Совкомбанк, компания

- С учетом всего вышесказанного, как и в сегменте автономного транспорта, **мы не ждем существенного влияния на консолидированные финансовые показатели Яндекса в среднесрочной перспективе**
- Однако в случае успешной коммерциализации роверов и роста сценариев их применения не исключаем, что **влияние на финансовые показатели в долгосрочной перспективе может стать более выраженным.**

Анализ влияния применения роверов в Я.Лавке и Я.Еде на консолидированные финансовые показатели Яндекс

		2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
ед. изм.							
ЕБИТДА Яндекса, прогноз Совкомбанк	млн руб.	253 897	331 300	455 883	607 671	776 245	962 459
ЕБИТДА Я.Лавка + Я.Еда, прогноз Совкомбанк	млн руб.	(10 908)	(779)	27 369	53 568	74 732	92 832
ФСФ Яндекса, прогноз Совкомбанк	млн руб.	(6 550)	25 660	130 128	261 076	399 015	506 436
Стоимость Ровера	тыс. долл.	10	9	8	9	9	9
Стоимость Ровера	тыс. руб.	850	811	814	854	888	924
ОРЕХ Ровера	тыс. руб.	295	313	325	338	352	366
Экономия на зарплате курьера	тыс руб. в год	878	930	967	1 005	1 046	1 087
Роверов в флоте для Я.Лавка + Я.Еда конец периода	ед.	80	1 888	3 810	5 203	5 942	6 717
Новых Роверов	ед.	80	1 808	1 922	1 393	739	775
Заменяемых сотрудников	чел.	68	1 611	3 251	4 440	5 070	5 731
CAPEX на новые Роверы	млн руб.	(68)	(1 467)	(1 565)	(1 189)	(656)	(716)
ОРЕХ на управление, ремонт и обслуживание	млн руб.	(24)	(590)	(1 238)	(1 759)	(2 089)	(2 456)
Экономия на сотрудниках, вместо которых Ровер делает доставку	млн руб.	60	1 497	3 143	4 463	5 301	6 232
Эффект на ЕБИТДА Яндекса от развития Роверов	млн руб.	36	907	1 904	2 704	3 212	3 776
Эффект, % от ЕБИТДА Яндекса		0,01%	0,27%	0,42%	0,45%	0,41%	0,39%
Эффект на ЕБИТДА Я.Лавка + Я.Еда от развития Роверов	млн руб.	36	907	1 904	2 704	3 212	3 776
Эффект, % от ЕБИТДА Я.Лавка + Я.Еда		н/п	н/п	7,0%	5,0%	4,3%	4,1%
Эффект на ФСФ Яндекса от развития Роверов	млн руб.	(32)	(560)	339	1 515	2 556	3 060
Эффект, % от ФСФ Яндекса		н/п	-2,18%	0,26%	0,58%	0,64%	0,60%

Источники: Совкомбанк, компания

➤ Анализ влияния применения роверов в Я.Лавке и Я.Еде на консолидированные финансовые показатели Яндекс

- Компания основана в 2021 г. как спин-офф от Postmates, сервиса доставки еды, который в 2020 году приобретен компанией Uber. Ключевым партнером Serve Robotics является Uber
- Компания провела IPO в мае 2024 г. **С момента IPO котировки компании выросли в 5 раз**
- Бизнес модель** основана на предоставлении партнёрам ПО и роверов для доставки **с последующим взиманием платы за каждую доставку — либо почасовой оплаты**, в зависимости от формата партнёрства. **Дополнительно**, роботы могут выполнять другие задачи с добавленной стоимостью в процессе эксплуатации, например, за счёт **размещения наружной рекламы** на поверхности ровера, как на билбордах и автобусах.

Финансовые показатели и мультиплекторы

		2023	2024	1H25
Мсар	млн руб.		42 052	71 878
Мсар/Выручка	x		249x	572x
Мсар/Робот	x		809x	449x
Мсар/Часы работы	x		105x	42x
Среднедневное кол-во активных роботов	ед.	29	52	160
Среднедневное время работы флота	час.	206	401	1 723
Среднее кол-во работы робота	час./ед.	7,1	7,7	10,8
Выручка LTM	млн руб.	18	169	126
EBITDA (искл. SBC)	млн руб.	(1 603)	(3 532)	
EBIT	млн руб.	(1 762)	(3 561)	
Чистая прибыль	млн руб.	(2 109)	(3 645)	
CAPEX	млн руб.	(0)	(953)	
FCF	млн руб.	(1 358)	(2 963)	

Источники: Совкомбанк, TradingView, компания

- Как и Яндекс, компания разрабатывает новую модель роботов, которые будут передвигаться быстрее и будут более маневренны**, что позволит делать больше доставок и генерировать больше выручки.
- Компания также сообщает, что ей удается значительно сокращать стоимость создания ровера. **Новое поколение роверов компании будет на 65% дешевле** ровера предыдущего поколения



Top Speed	7 mph (2.5 m/s)	11 mph (4.9 m/s)
Weather	32 to 104F light rain proof	-4 to 113F heavy rain proof
Range	23 miles (10 hours)	48 miles (14 hours)
Cargo	13 gal, 4x 14" pizzas	15 gal, 4x 16" pizzas

Источники: компания

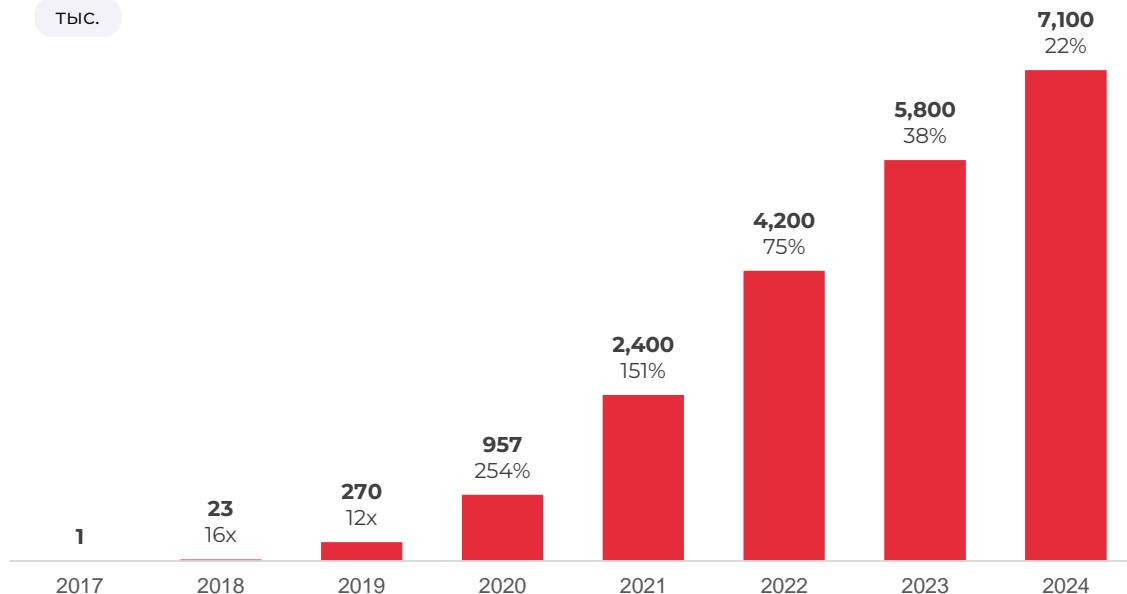
➤ Мировой опыт развития и применения роверов. Кейс Starship Technologies

- Компания непубличная, поэтому отчетность недоступна. Однако она является крупнейшей компанией в мире по количеству выполняемых доставок и по количеству роверов
- Компания Starship Technologies начала разрабатывать роверы в 2014 г. В 2018 г. компания запустила первые коммерческие доставки в Великобритании и за год доставила 22.5 тыс. заказов. Компания утверждает, что была первой, кто осуществил доставку с использованием робота с уровнем автономности L4
- С того момента компания активно развивалась и по итогам 2024 г. кол-во доставок составило 7.1 млн, а роверы действуют в 55 локациях в Европе и 45 локациях в США. Количество роверов компании, согласно данным Яндекса, составляет 2 700 единиц
- Компания на своем официальном сайте не раскрывает деталей взаимодействия с клиентами, но мы предполагаем, что бизнес-модель компании схожа с Serve

Историческая динамика количества выполненных доставок и темпы роста г/г

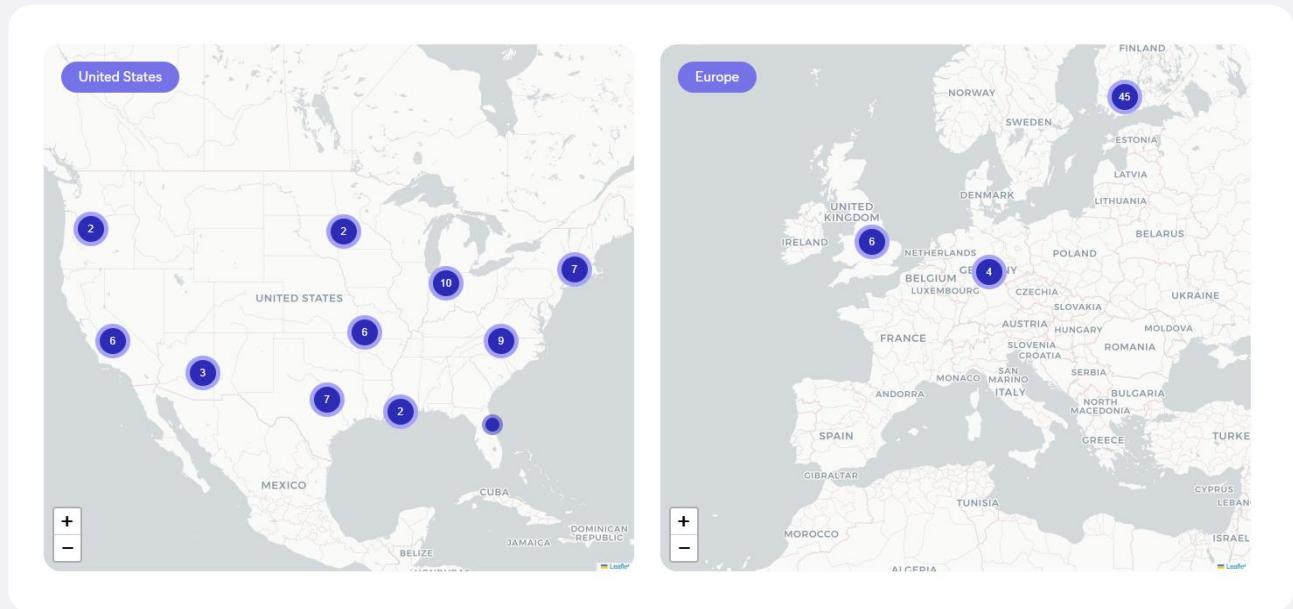
➤ Доставленные заказы

тыс.



Источники: Совкомбанк, компания

➤ География присутствия Starship Technologies



Источники: Совкомбанк, компании

➤ Основные категории клиентов, использующие роверы у Starship Technologies



Кампусы



Продуктовые магазины



Службы доставки



Производственные площадки



Рекламодатели

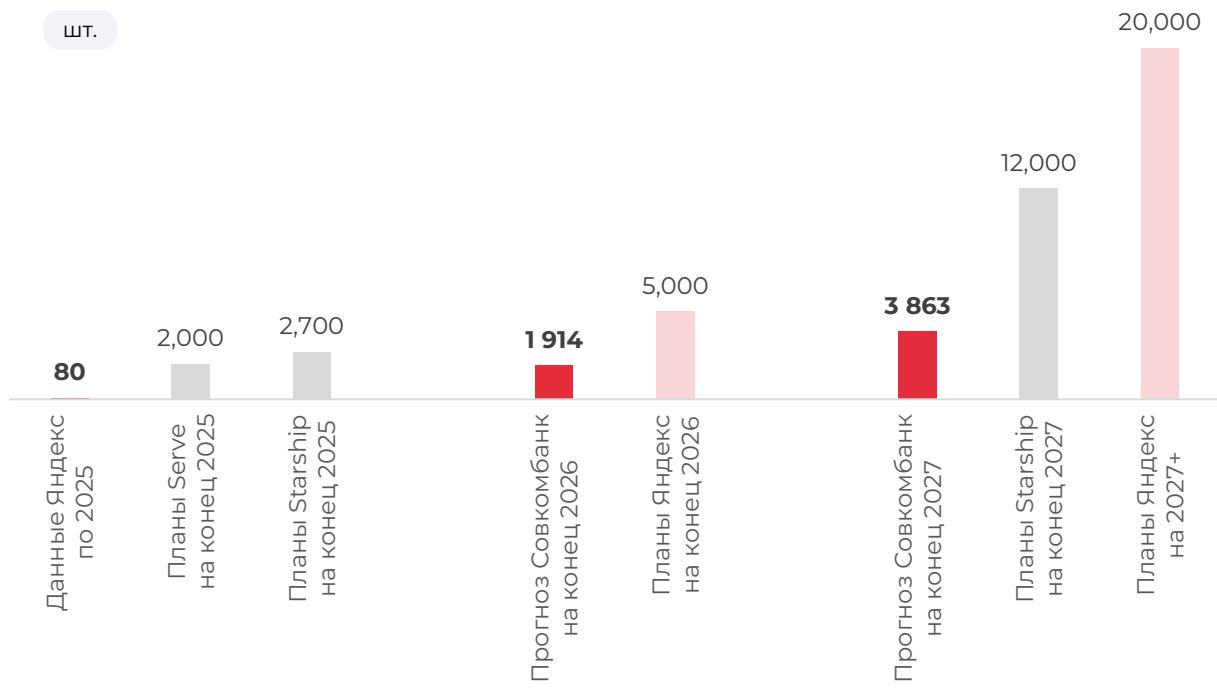
Источники: Совкомбанк, компании

- Исходя из анализа глобальных аналогов, кажется, что планы Яндекс по расширению флота роверов являются более амбициозными, чем у мировых конкурентов

Сравнение прогнозов Совкомбанк и Яндекс по количеству роверов с планами глобальных аналогов по расширению их флотах

Роверы

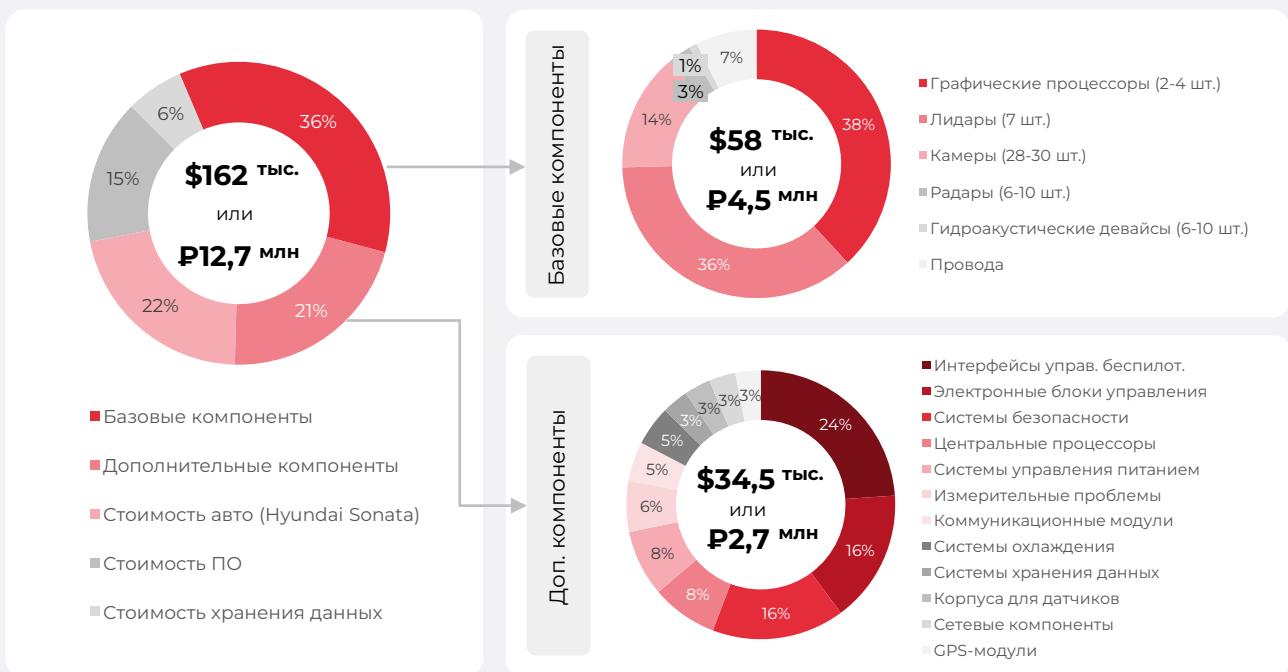
шт.



Источники: Совкомбанк, компании

➤ Беспилотные легковые машины

Стоимость создания беспилотного автомобиля



Источники: Совкомбанк; Uber; Авто.ру; Riggs, William and Richardson, Erin, Estimating the Cost of Autonomous Vehicles (July 29, 2024).

Срок окупаемости пока что составляет 50% полезного срока использования



Источники: Совкомбанк, Авто.ру

Рынок ПО для беспилотных авто может составить 17 млрд руб. к 2030 г.

	ед. изм.	2023	2024	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Количество машин в таксопарках	тыс. ед.	700	700	700	700	700	700	712	725
Доля беспилотных машин в эксплуатации	%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%
Количество беспилотных машин в таксопарках	тыс. ед.	0	0	0	0	1	4	7	14
Стоимость аппаратного обеспечения на 1 машину	млн руб./ед.	8	9	7	7	7	7	6	6
Стоимость программного обеспечения на 1 машину	млн руб./ед.	2	2	2	2	2	2	2	2
Рынок аппаратного обеспечения для беспилотников, в том числе:	млрд руб.	0	0	0	0	10	14	23	43
– Новые продажи	млрд руб.	-	-	-	-	10	14	23	43
– Замещение старых	млрд руб.	-	-	-	-	0	0	0	0
Рынок программного обеспечения для беспилотников	млрд руб.	0	0	0	0	3	5	9	17
– Новые продажи	млрд руб.	-	-	-	-	3	4	6	12
– Техническая поддержка и обновление	млрд руб.	-	-	-	-	0	1	3	6

~ 50 %

В выручке от эксплуатации такси составляют расходы на персонал

до 5 %

По нашим оценкам составит доля беспилотных авто в таксопарках РФ к 2030 г.

Источники: Совкомбанк

Беспилотные грузовики

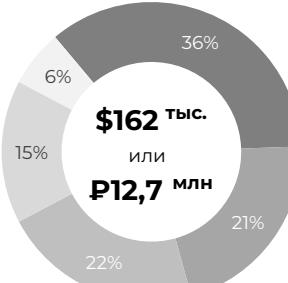
Стоимость создания беспилотного тягача

в 2,4x выше

Чем Беспилотного авто



- Базовые компоненты
- Дополнительные компоненты
- Стоимость авто
- Стоимость ПО
- Стоимость хранения данных



- Базовые компоненты
- Дополнительные компоненты
- Стоимость авто
- Стоимость ПО
- Стоимость хранения данных

Источники: Совкомбанк; Uber; Авто.py; Riggs, William and Richardson, Erin, Estimating the Cost of Autonomous Vehicles (July 29, 2024).

Срок окупаемости пока что составляет 2/3 полезного срока использования

Стоимость
Беспилотного Тягача

\$373 тыс.

или

₽30 млн

Разница

\$248 тыс.

или

₽20 млн

Стоимость Тягача

\$125 тыс.

или

₽10 млн

Доход дальнобойщика (Оклад + доп. доход)

~₽220 тыс./мес

или

₽2,2 млн/год

P.S дальнобойщик забирает себе примерно 17% чека

7-8 лет

Срок окупаемости

Источники: Совкомбанк, Авто.ру

Рынок по для беспилотных тягачей может составить 31 млрд руб. к 2030 г.

	ед. изм.	2023	2024	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Количество активных тягачей в РФ	тыс. ед.	2 400	2 496	2 521	2 622	2 674	2 728	2 769	2 810
Доля беспилотных машин в эксплуатации	%	0%	0%	0%	0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,5%
Количество беспилотных машин в таксопарках	тыс. ед.	0	0	0	0	1	4	7	14
Стоимость аппаратного обеспечения на 1 машину	млн руб./ед.	15	13	12	12	12	11	10	11
Стоимость программного обеспечения на 1 машину	млн руб./ед.	5	4	4	4	4	3	3	3
Рынок аппаратного обеспечения для беспилотников, в том числе:	млрд руб.	0	0	0	0	17	32	31	72
– Новые продажи	млрд руб.	-	-	-	-	17	32	31	72
– Замещение старых	млрд руб.	-	-	-	-	0	0	0	0
Рынок программного обеспечения для беспилотников	млрд руб.	0	0	0	0	1	10	14	31
– Новые продажи	млрд руб.	-	-	-	-	1	10	10	22
– Техническая поддержка и обновление	млрд руб.	-	-	-	-	0	0	5	9

~ 17 %

В выручке от грузовых перевозок составляют расходы на персонал

до 1,5 %

По нашим оценкам составит доля беспилотных тягачей в общем парке тягачей РФ к 2030 г.

Источники: Совкомбанк

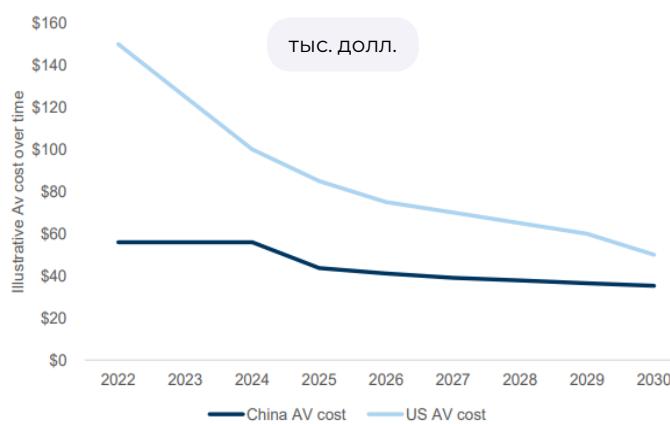
➤ Прогнозируемое проникновение беспилотников в РФ, США и Китае

Прогноз проникновения беспилотников в США и Китае от Goldman Sachs и в РФ от Совкомбанка



Источники: Совкомбанк, Goldman Sachs Global Investment Research

Прогноз себестоимости создания беспилотного авто, согласно Goldman Sachs

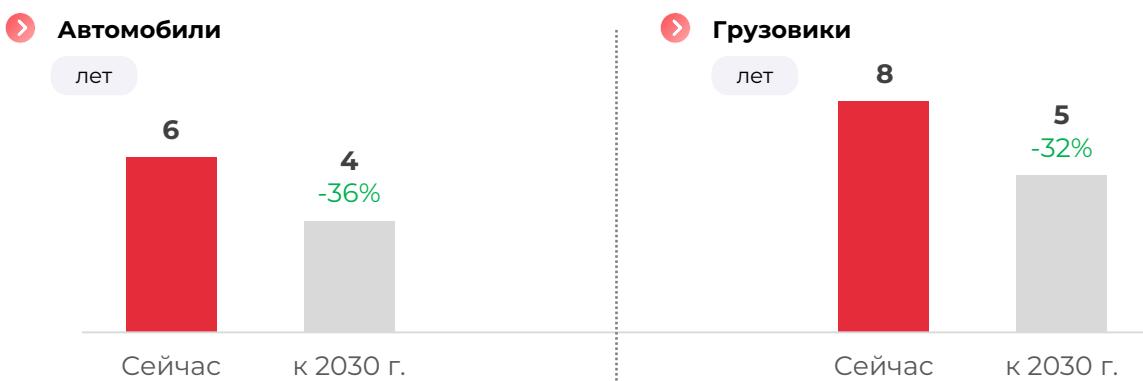


- **Текущие сроки окупаемости ограничивают коммерческое применение беспилотных авто и грузовиков.** Однако это не конечные сроки окупаемости.
- Согласно прогнозам Goldman Sachs, **стоимость беспилотников в США может снизиться с 100 тыс. долл. в 2024 г. до 60 тыс. долл. в 2030 г.**

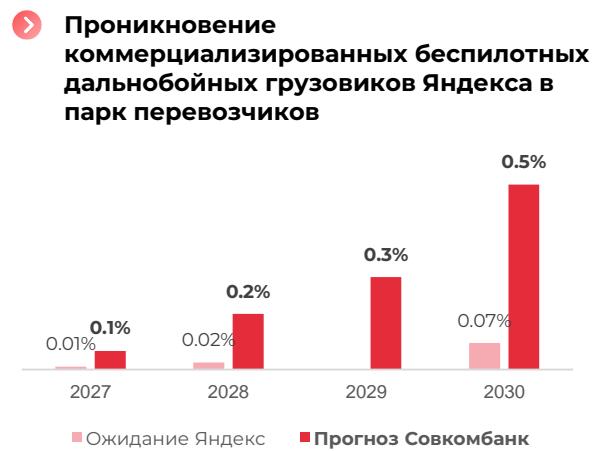
- Это существенно простирает спрос на внедрение беспилотников в автопарки для замены или дополнение людей.
- **Снижение себестоимости** станет доступно **за счет эффекта масштаба** при росте кол-ва производимых беспилотников. Также **развитие технологий также позволит сократить количество датчиков в автомобиле**, что снизит совокупную стоимость комплектующих.
- Например, в Китае, где эффект масштаба выражен сильнее, чем в США, стоимость создания беспилотника была более чем в 2 раза ниже в 2024 г.

- Согласно нашим оценкам, приведенным выше, **стоимость создания беспилотного авто Яндекс составляет 127 тыс долл.** (без учета стоимости ПО и хранения данных). Это примерно **соответствует уровню себестоимости беспилотного автомобиля в США в 2023 г.**
- Учитывая траекторию снижения себестоимости беспилотного авто в США и комментарии менеджмента Яндекс, **мы считаем, что к 2030 г. стоимость создания беспилотного авто в РФ может снизиться вдвое и составить 81 тыс долл.** (без учета стоимости ПО и хранения данных) в текущих ценах (**на 36% дешевле**)
- Это значительно снизит сроки окупаемости и ускорит их проникновение в коммерческие автопарки.**

Прогноз Совкомбанка по изменению срока окупаемости беспилотных авто и грузовиков



Текущие прогнозы Яндекс по проникновению беспилотных авто в таксопарки и парк дальнобойных грузовиков существенно ниже наших ожиданий



Ключевые показатели и мультиплекторы иностранных компаний, развивающие беспилотные технологии и роверы

Беспилотные авто

	Кол-во машин, среднее за год	Кол-во локаций присутствия, среднее за год	Кол-во поездок на роботакси, млн	Выручка от поездок на роботакси, \$ млн	Кол-во поездок на машину за год, ед.	Выручка на машину за год, \$	Выручка за поездку, \$	Последняя оценка/Рыночная капитализация, \$ млн	EV \$ млн / Машины	EV \$ / Поездки	EV \$ / Выручка
Waymo	2 000	29	16,8	292	10 220	146 000	14	45 000	23x	2 687x	154x
WeRide (публичная)	600	26	4,1	21	6 753	35 477	5,3	2 600	4,3x	642x	122x
Rony.ai (публичная)	635	3	3,5	18	5 475	28 780	5,3	4 740	7,5x	1 363x	259x
Apollo Go	1 192	17	13	64	10 909	54 095	5,0	-	--x	--x	--x

Роверы

	Кол-во роверов, среднее за год	Кол-во локаций присутствия (страны), среднее за год	Кол-во поездок, млн	Выручка от доставок, \$ млн	Кол-во поездок на ровер за год, ед.	Выручка на ровер за год, \$	Выручка за доставку, \$	Последняя оценка/Рыночная капитализация, \$ млн	EV \$ тыс./ Роверы	EV/ Поездки	EV/ Выручка
Robot.com (Kiwibot)	500	7	2	25,0	4 000	50 050	13	18	35x	8,8x	0,7x
Coco	1 000	2	0,3	5,33	300	5 330	18	120	120x	400x	23x
Serve Robotics (публичная)	2 000	1	0,5	1,6	374	1 261	3,4	999	49x9	2 135x	634x
Starship	2 900	6	9,4	43,5	3 241	15 000	4,6	280	96x	30x	6,4x

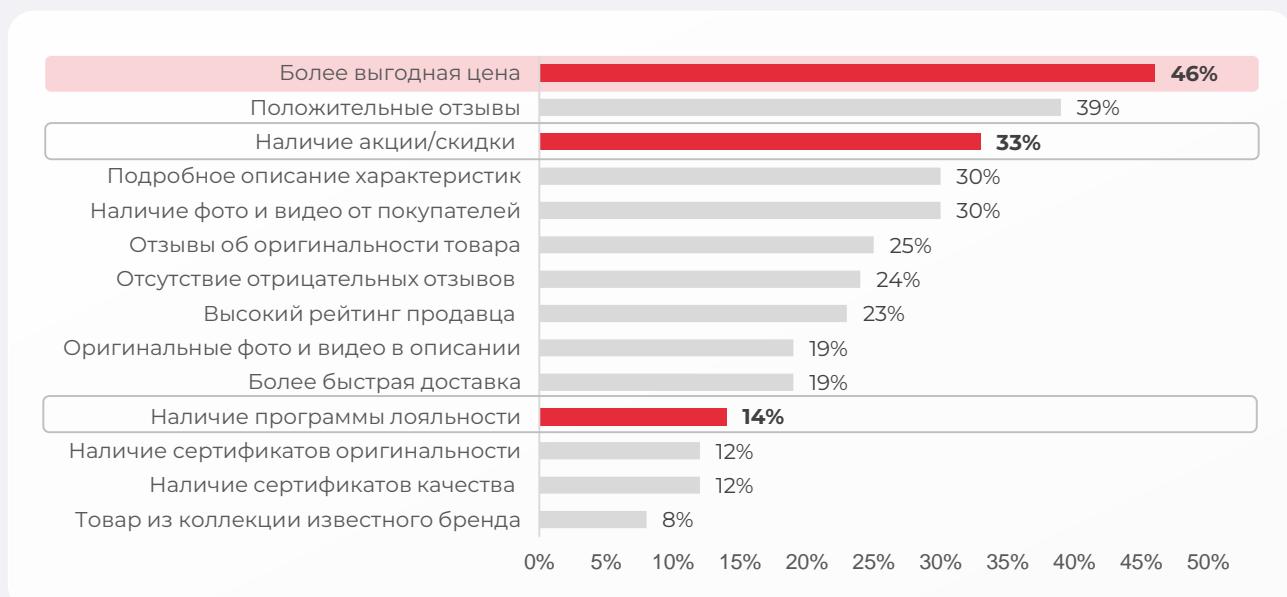
Источники: Совкомбанк, компании, TradingView, открытые источники

The background of the image is a dark, abstract space filled with a complex network of glowing nodes and lines. The nodes are small, glowing spheres in shades of blue, green, and pink, which are interconnected by a web of thin, glowing lines. The overall effect is a sense of a dynamic, interconnected system, possibly representing a network or a complex data structure. The background is slightly blurred, creating a bokeh effect with some larger, out-of-focus nodes and lines.

03

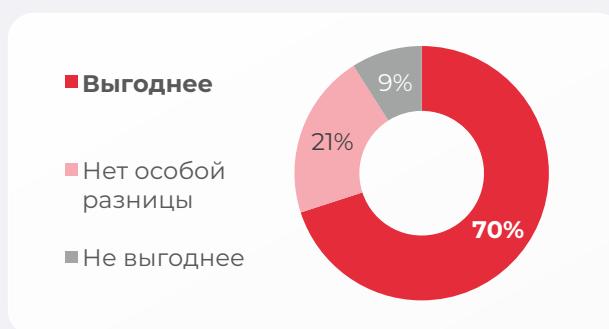
Приложение

Факторы выбора товара на маркетплейсе



Источник: Data Insight

Выгоднее ли делать покупки на маркетплейсах, чем онлайн



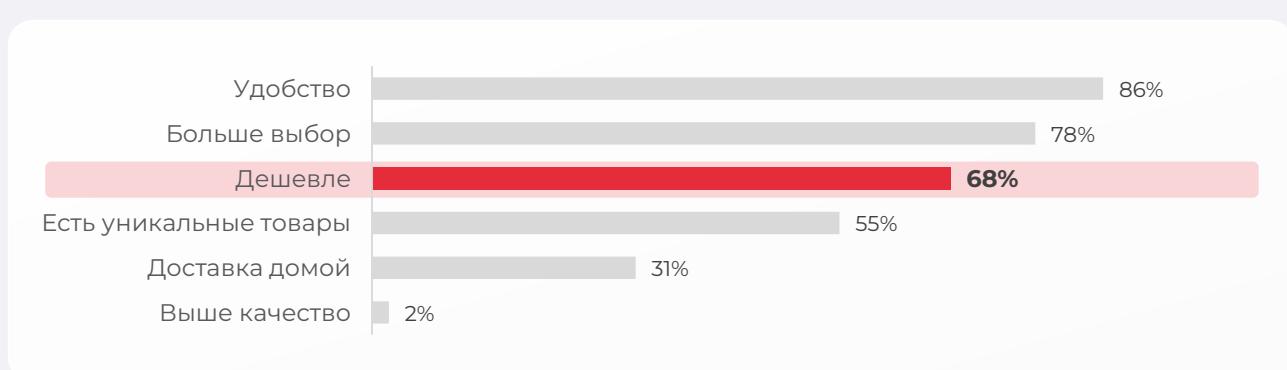
Источник: Сервизория

Какой экономии можно достигнуть за счет покупки на маркетплейсе



Источник: Сервизория

Почему читатели Тинькоф.Журнал выбирают маркетплейсы



Источник: Т-Ж (бывш. Тинькоф.Журнал)

Глоссарий

1. FMP — это структура, созданная топ-менеджерами «Яндекса» и принадлежащая им.

2. Метод оценки «Сумма частей» — подход к оценке компании, при котором стоимость представлена как сумма «независимых» частей бизнеса.

3. Бизнес-юнит (БЮ) — отдельная подструктура организации, которая выполняет конкретную задачу. Обычно структурирована вокруг определённого продукта, услуги или сегмента рынка.

4. Asset-light бизнес-модель — сегменты бизнеса, где большинство активов не являются капиталоемкими, что позволяет показывать высокие показатели рентабельности в зрелой стадии.

5. EBITDA — прибыль компании до вычета процентов, налогов и амортизации.

6. FCF — свободный денежный поток.

7. EV (стоимость предприятия) — финансовый показатель, который отражает полную стоимость компании с учётом её рыночной капитализации, долга и наличных средств.

8. DCF-анализ — метод оценки стоимости бизнеса или инвестиционного проекта на основе дисконтированных будущих денежных потоков.

9. IaaS/PaaS и Колокация — услуги по аутсорсингу мощностей ЦОД.

10. ЦОД — центр обработки данных

11. СУБД (система управления базами данных) — комплекс программно-языковых средств, позволяющих создать базы данных и управлять данными.

12. Кикшеринг — краткосрочная аренда электросамокатов.

13. E-Grocery — рынок продуктового онлайн-ритейла.

14. Даркстор — специализированный склад или центр обработки заказов, предназначенный для выполнения исключительно онлайн-заказов.

15. ИИ-модели — это алгоритмы машинного обучения (часто большие языковые модели, LLM), обученные на огромных данных для генерации текста, изображений или предсказаний, но требующие явных промптов для работы.

16. ИИ-агенты — автономные системы на базе ИИ-моделей, способные самостоятельно воспринимать окружение, планировать действия, принимать решения и выполнять многошаговые задачи без постоянного вмешательства человека.

17. СAGR — совокупный среднегодовой темп прироста.

18. «Длинные деньги» — долгосрочные инвестиции/кредиты.

19. ДКП — денежно-кредитная политика гос-ва.

20. ПО — программное обеспечение.

21. ПО для совместной работы (ВКС) — видеоконференцсвязь.

22. Офисное ПО (офисный пакет) — набор приложений, предназначенных для обработки электронной документации на персональном компьютере.

23. Финтех — предоставление финансовых услуг и сервисов с использованием инновационных технологий.

24. Премия/Дисконт — надбавка/скидка одной величины относительно другой (ориентир). Показывает оценку выше/ниже медианы рынка в связи с рядом различных причин.

25. IT-компании — компании, специализирующиеся на разработке, внедрении и обслуживании информационных технологий (решения в области ПО, инфраструктуры, кибербезопасности, анализа данных и других IT-услуг).

26. ТМТ — сектор технологий, медиа и телекоммуникаций.

27. GMV — показатель, отражающий общий объём продаж товаров и услуг на торговой площадке за определённый период времени.

28. Ride-hailing — сервис заказа поездки в такси через мобильное приложение (агрегатор с использованием цифровых технологий).

Глоссарий

29. R&D (research and development) – НИОКР, научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы.

30. Take-rate (комиссионная ставка) – это процентная доля дохода, которую платформа или агрегатор получает от каждой транзакции между продавцом и покупателем.

31. EBITDA по IAS 17 – прибыль компании до вычета процентов, налогов и амортизации, учитывающая расходы по операционной аренде.

32. Deep-dive – погружение вглубь.

33. Снэпшот – здесь, краткий экскурс (рынка) в цифрах.

34. LLM (Large Language Model) – тип программы искусственного интеллекта, которая может распознавать и генерировать текст. Обучается на огромных массивах текстов.

35. ML (Machine Learning, машинное обучение) – технология обучения ИИ-агента не с помощью правил, а на основе примеров (огромного количества данных – data).

36. ND (Net Debt) – чистый долг.

37. P/E (Price to Earnings) – мультипликатор соотношения цены акции к прибыли на акцию, или капитализации компании к её прибыли.

38. E-Commerce (электронная коммерция) – рынок покупки и продажи товаров или услуг через интернет.

39. Селлеры – здесь, продавцы на маркетплейсах.

40. МСБ/СМБ – малый и средний бизнес.

41. Доставка «последней мили» (last mile logistics) – заключительный этап логистической цепочки, когда товар перемещается от ближайшего склада или пункта консолидации до конечного получателя.

42. CAPEX – капитальные затраты.

43. OPEX – операционные затраты.

44. Top-of-the-mind – однозначный лидер в своей товарной категории, ассоциация товарной категории с брендом у большинства потребителей.

45. LTV (lifetime Value) – пожизненная ценность клиента, т.е. прибыль, которую он приносит за все время взаимодействия с компанией.

46. TAM (Total Addressable Market) – сумма объемов всех рынков присутствия.

47. ROE (Return on Equity) – рентабельность собственного капитала.

48. RONIM (Risk-adjusted Net Interest Margin) – чистая процентная маржа за вычетом ожидаемых кредитных потерь (ECL).

49. CIR (Cost/Income Ratio) – отношение операционных расходов к сумме чистых процентного и комиссионного доходов.

50. B2B Tech – бизнес-группа в составе Яндекса, специализирующаяся на разработке и представлении технологических решений и инструментов для корпоративных клиентов.

51. Интернет вещей (Internet of Things, IoT) – концепция, в которой физические предметы повседневной жизни соединены в сеть через интернет и обмениваются данными между собой без прямого взаимодействия с человеком.

52. RL (Reinforcement Learning, обучение с подкреплением) – метод машинного обучения, в процессе которого ИИ-агент учится принимать оптимальные решения через взаимодействие со средой.

53. API (Application Programming Interface) – программный интерфейс приложений, с помощью которого одна программа может взаимодействовать с другой. API выполняет роль посредника, позволяя приложениям обмениваться данными и функциями.

54. HTTP-запрос в формате JSON – протокол передачи текста, тело запроса которого отправлено в формате JavaScript Object Notation на сервер для получения конкретного ресурса.

55. Non-core – не относящийся к основному виду деятельности.

56. CPU (Central Processing Unit) – центральный процессор.

Глоссарий

57. GPU (Graphics Processing Unit) — графический процессор.

58. TPU (Tensor Processing Unit) — тензорный процессор, специализированный чип, разработанный для выполнения вычислений, связанных с задачами машинного обучения и искусственного интеллекта.

59. DPU (Data Processing Unit) — процессор обработки данных, сопроцессор, разработанный для выполнения задач, связанных с управлением данными и ускорением различных операций, присущих различным data-центрам и облачным средам.

60. RAM (Random Access Memory) — оперативная память (ОЗУ) — временное хранилище данных, которое обеспечивает быстрый доступ к информации для процессора. **HBM** (High Bandwidth Memory) — память с высокой пропускной способностью.

61. NAND — энергонезависимая флеш-память, которая может хранить данные, даже если не подключена к источнику питания.

62. ШПД — широкополосный доступ в интернет (высокоскоростной доступ).

63. SaaS — вид услуг по аутсорсингу мощностей ЦОД, при котором пользователи работают с приложениями без необходимости установки их на свои устройства.

64. ROI (Return on Investments) — рентабельность инвестиций.

65. Mixture of Experts (MoE) — архитектура нейросети, где несколько специализированных моделей-экспертов работают параллельно, но для каждого запроса активируется только часть из них.

66. Нейрон в ИИ-модели — базовая вычислительная единица нейросети.

67. Слой в ИИ-модели — коллекция нейронов, которые работают на одном уровне сети. Информация передаётся от одного слоя к следующему.

68. МВт (мегаватт) — единица измерения мощности, равная миллиону ватт.

69. ERP (enterprise resource planning, планирование ресурсов предприятия) — система для автоматизации бизнес-процессов компании..

70. CRM — система управления взаимоотношениями с клиентами.

71. АСУ ТП (автоматизированная система управления технологическими процессами) — комплекс аппаратных, программных и информационных средств, предназначенный для централизованного контроля и управления оборудованием и производственными процессами в промышленности.

72. Апсайд-риск — потенциал фактического значения быть выше прогнозных ожиданий.

73. Pure-play игрок — компания, которая фокусируется исключительно на одном продукте, сервисе или рынке.

74. VC-стадии — стадии венчурного финансирования.

75. M&A (Mergers and Acquisitions) — сделки слияния и поглощения.

76. Кодинг — процесс создания программного кода с целью создания программы, приложения или скрипта.

77. Токены — кусочки информации, которые заменяют более сложные объекты/слова. Генерация токена LLM-провайдером занимает определенное время и объем вычислительных мощностей.

78. Ровер — компактный робот-курьер на колёсах, который умеет ориентироваться на местности.

79. Робот-гуманоид — антропоморфный робот с человекоподобной формой, предназначенный для взаимодействия с людьми и другими роботами, а также для замены человека в определенных задачах.

80. NPV (Net Present Value) — чистая приведённая стоимость. Это разница между суммой всех ожидаемых денежных потоков (приведённых к сегодняшнему дню) и первоначальными вложениями.

Глоссарий

81. Unit-economy (Юнит-экономика) — метод анализа бизнеса, при котором рассчитывается прибыльность/эффективность единицы продукта или услуги, в нашем случае бизнес-юнита.

82. IRR (Internal Rate of Return, внутренняя норма доходности) — ставка дисконтирования, при которой NPV равна нулю, т.е. инвестиции в проект будут равны сгенерированным проектом денежным потокам.

83. Спин-офф — здесь, отделение в независимую компанию (как причина основания).

84. SBC (Stock Based Compensation) — стратегия вознаграждения сотрудников, при которой вместо денег им выдают акции/опционы компании.

85. LTM (Last Twelve Months) — за последние 12 месяцев.

86. L4 — уровень автономности, при котором система полностью управляет движением в определённых условиях, не требуя помощи или вмешательства водителя.

85. Лидар (LiDAR) — технология, которая использует лазерные лучи для измерения расстояния до объектов.

Дисклеймер

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ ИЛИ ПРИГЛАШЕНИЕМ ПОДПИСАТЬСЯ ИЛИ ПРИОБРЕСТИ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ, И НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ ЧТО-ЛИБО, СОДЕРЖАЩЕЕСЯ В НЕМ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНО В СВЯЗИ С ЭТИМ ИЛИ СЛУЖИТЬ ПОБУЖДЕНИЕМ К ЗАКЛЮЧЕНИЮ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ СОСТАВЛЕН В УСЛОВИЯХ ВОЗМОЖНОСТИ ВОЗНИКОВЕНИЯ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ В СВЯЗИ С НАЛИЧИЕМ ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЙ ПО ОКАЗАНИЮ УСЛУГ ГРУППЕ, СВЯЗАННЫХ С ОРГАНИЗАЦИЕЙ РАЗМЕЩЕНИЯ. В ЦЕЛЯХ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ОБЪЕКТИВНОСТИ И НЕЗАВИСИМОСТИ АНАЛИЗА, АНАЛИТИКИ, УЧАСТВОВАВШИЕ В ПОДГОТОВКЕ ДАННОГО ДОКУМЕНТА, НЕ ИМЕЛИ ДОСТУПА К ИНФОРМАЦИИ, СВЯЗАННОЙ С ПРОЦЕССОМ РАЗМЕЩЕНИЯ, И ИХ РАБОТА ПРОВОДИЛАСЬ В РАМКАХ СТРОГИХ ПРОЦЕДУР ВНУТРЕННЕГО КОНТРОЛЯ. ИНВЕСТОРАМ РЕКОМЕНДУЕТСЯ УЧИТАВАТЬ ВОЗМОЖНОСТЬ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ И, ПРИ НЕОБХОДИМОСТИ, ОБРАЩАТЬСЯ ЗА НЕЗАВИСИМОЙ КОНСУЛЬТАЦИЕЙ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (В ЗНАЧЕНИИ, ОПРЕДЕЛЕННОМ В ФЕДЕРАЛЬНОМ ЗАКОНЕ ОТ 22 АПРЕЛЯ 1996 ГОДА №39-ФЗ «О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ»), В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ ИЛИ ЛЮБЫХ ИНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ИЛИ ЛЮБЫХ АКТИВОВ, УПОМЯНУТЫХ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ТОГО, ЧТОБЫ БЫТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ КАКИХ-ЛИБО ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ. ИНФОРМАЦИЯ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, ПРЕДОСТАВЛЕНА КОМПАНИЕЙ И НЕ ПОДВЕРГАЛАСЬ КАКОЙ-ЛИБО НЕЗАВИСИМОЙ ПРОВЕРКЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПЕРЕДАЕТСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ.

НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ СОДЕРЖИТ ПРОГНОЗЫ, КОТОРЫЕ ПРЕДСТАВЛЯЮТ ВОЗМОЖНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ НА ОСНОВЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЙ, ИЗЛОЖЕННЫХ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ. ОНИ ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ ЛИШЬ ОДИН ИЗ ВОЗМОЖНЫХ ИСХОДОВ И ЯВЛЯЮТСЯ НЕЗАВИСИМЫМ МНЕНИЕМ ТОЛЬКО АВТОРА НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. ДАННЫЕ ПРОГНОЗЫ ПОДВЕРЖЕНЫ РИСКАМ, НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ПРЕДПОЛОЖЕНИЯМ, И БУДУЩИЕ ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МОГУТ СУЩЕСТВЕННО ОТЛИЧАТЬСЯ ОТ НИХ.

ЛЮБОЕ РЕШЕНИЕ О ПОДПИСКЕ ИЛИ ПОКУПКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В РАМКАХ ЛЮБОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДОЛЖНО ПРИНИМАТЬСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ОСНОВАНИИ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В ПРОСПЕКТЕ.

ЛЮБОЕ НЕСОБЛЮДЕНИЕ ЭТИХ ОГРАНИЧЕНИЙ МОЖЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ СОБОЙ НАРУШЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ПРИНИМАЯ ДАННЫЙ ОТЧЕТ, ВЫ СОГЛАШАЕТЕСЬ С ВЫШЕУКАЗАННЫМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ.

К МОМЕНТУ ВЫПУСКА СЛЕДУЮЩИХ ЧАСТЕЙ ДАННОГО ЦИКЛА ОТЧЕТОВ ПРОГНОЗНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МОГУТ БЫТЬ ИЗМЕНЕНЫ, КАК В РЕЗУЛЬТАТЕ ИЗМЕНЕНИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОГНОЗОВ, ТАК И В РЕЗУЛЬТАТЕ ИЗМЕНЕНИЯ РАЗЛИЧНЫХ ПРОГНОЗНЫХ ПРЕДПОСЫЛОК, ОКАЗЫВАЮЩИХ ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ НА ФИНАНСОВЫЕ МОДЕЛИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ ДАННОГО ЦИКЛА ОТЧЕТОВ.