



# Яндекс

Будущее уже здесь



Дмитрий Трошин  
Старший аналитик – ТМТ | [troshinda1@sovcombank.ru](mailto:troshinda1@sovcombank.ru)

# Будущее уже здесь

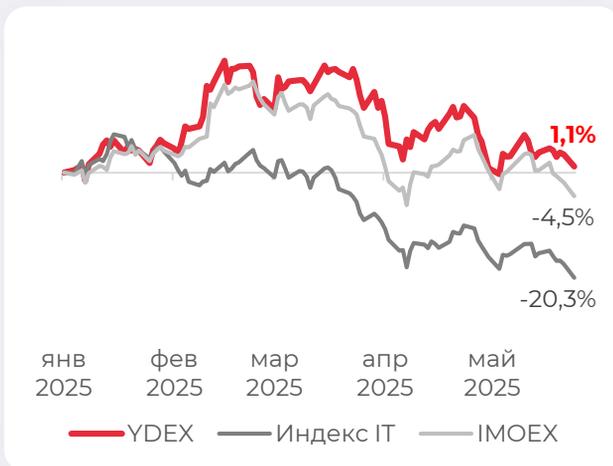
**Мы начинаем цикл отчетов о Яндексе и его рынках. В данной части мы не обновляем наши прогнозы и не даем новые инвестиционные рекомендации по компании.**

Мы считаем, 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 дать вам альтернативный взгляд на Яндекс**, который зависит не от того, какие финансовые показатели демонстрирует компания, а от того **сможет или нет Яндекс быть на острие грядущего мирового технологического скачка связанного с ИИ, роботизацией и экспоненциальным ростом потребления данных.**

*Вся представленная далее информация до 2030 года является гипотетической оценкой при условии, что компания сможет развиваться в рамках обозначенных сценариев.*

## Динамика котировок



## Важнейшие показатели

Тикер	YDEX
Название	Яндекс
Стоимость акции, руб.	3,917
Кол-во акций, млн шт.	376
Капитализация, млрд руб.	1,474
<b>Рекомендация</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

## Структура акционеров



2024 2025o 2026o

### Финансовые показатели, млрд руб.

	2024	2025o	2026o
Выручка	1 081	1 321	1 650
ЕБИТДА	197	282	376
Чистая прибыль	82	116	183
FCF	10	53	163

### Темпы роста

	2024	2025o	2026o
Выручка	36%	22%	25%
ЕБИТДА	104%	43%	33%
Чистая прибыль	275%	41%	57%
FCF	-58%	411%	209%

### Рентабельность

	2024	2025o	2026o
по ЕБИТДА	18%	21%	23%
по Чистой прибыли	8%	9%	11%
FCF	1%	4%	10%

### Мультипликаторы

	2024	2025o	2026o
EV/Revenue	1,5x	1,3x	1,0x
EV/ЕБИТДА	8,1x	5,9x	4,5x
P/E	18x	13x	8,5x

### Доходность инвестора

	2024	2025o	2026o
ROE	25%	32%	46%
Дивидендная дох.	2%	6%	11%
Доходность FCF	1%	4%	11%

# Часть 1

## **В данной части мы:**

- Дадим верхнеуровневый взгляд на текущие рынки присутствия Яндекса
- Покажем предварительный прогноз рынка коммерческих ИИ-моделей, беспилотных такси и беспилотных грузовиков
- Объясним, какие основные факторы позволят этим рынкам расти с двузначными темпами даже после 2030 г.
- Покажем текущие доли Яндекса на рынках присутствия
- Дадим предварительную оценку Яндекса методом суммы частей

# Самый большой и диверсифицированный TAM среди РФ компаний

➤ 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 TAM 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



- Почти все рынки присутствия Яндекса будут расти быстрее, чем экономика РФ, а некоторые будут демонстрировать кратное опережение. Мы ожидаем, что доля TAM Яндекса в ВВП РФ расширится до 17%.

Среди рынков с наибольшим потенциалом роста мы выделяем рынки подписок на ИИ, рынок ПО для беспилотного транспорта и связанный с развитием этих рынков рынок облачной инфраструктуры (IaaS и PaaS).

На рынке IaaS и PaaS у Яндекса сильные позиции, которые будут и далее укрепляться по мере увеличения вычислительных мощностей (серверов и СХД) и строительства новых ЦОД для их размещения.

Рынки ИИ и ПО для беспилотников пока что только формируются.

На российском рынке среди игроков, которые смогут создать коммерчески реализуемое решение, мы выделяем Яндекс и Сбер.

При этом, на наш взгляд, лидирующие позиции Яндекса в своих сегментах и победа в российской гонке экосистем говорит о большой компетентности сотрудников компании и высоком качестве сервисов Яндекса. А для создания успешной версии ПО для беспилотников, помимо прочего, необходимо иметь карты высокого разрешения, которые Яндекс формирует на протяжении уже многих лет, развивая сервисы Яндекс.Карты и Яндекс.Навигатор.

## 2024 г.

**>20**

Рынков присутствия

**22** трлн руб.

Их объем в 2024 г.

**11%**

Их доля от ВВП РФ

**14%**

Доля Яндекса в TAM

CAGR '24-'30  
Объемов рынка

**14%**

**30%**

Целевая рентабельность по EBITDA

**50** трлн руб.

Их объем в 2030 г.

**17%**

Их доля от ВВП РФ

**19%**

Доля Яндекса в TAM

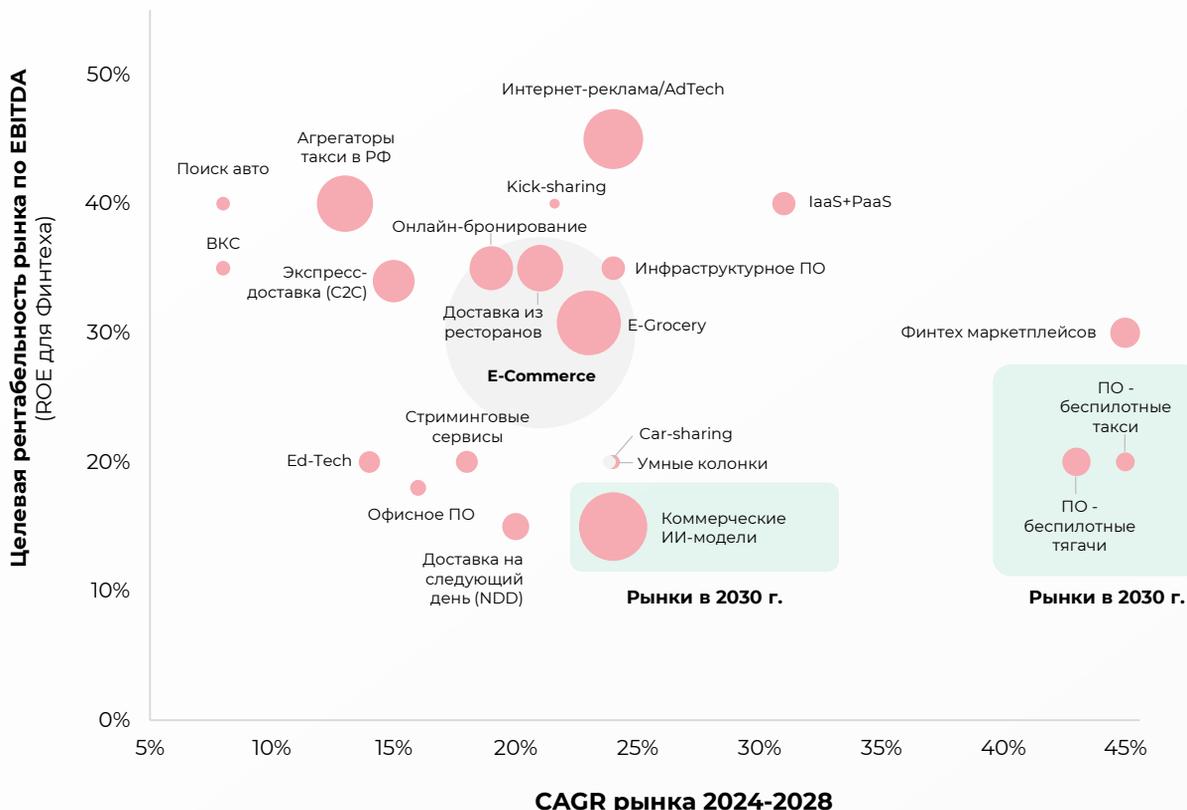
## 2030 г.

➔ **Ниже мы приводим «карту рынков» компании. «Карта» демонстрирует объемы рынков в 2024 г. (размер шара), их потенциальную рентабельность по EBITDA (ось Y) и прогнозные темпы роста (ось X).**

Потенциальная рентабельность по EBITDA на тех или иных рынках оценивается нами на основе:

- 1) Текущей рентабельности Яндекса – на рынках, где компания является лидером
- 2) Текущей рентабельности лидирующих российских игроков – на рынках, где компания не является лидером
- 3) Текущей рентабельности лидирующих мировых игроков – на развивающихся рынках в РФ, где уровни рентабельности даже у лидирующих игроков либо отрицательные, либо близки к нулю
- 4) Нашей оценки потенциальной рентабельности исходя из профессионального суждения, анализа открытых источников и общения с представителями отрасли – применительно к «рынкам будущего».

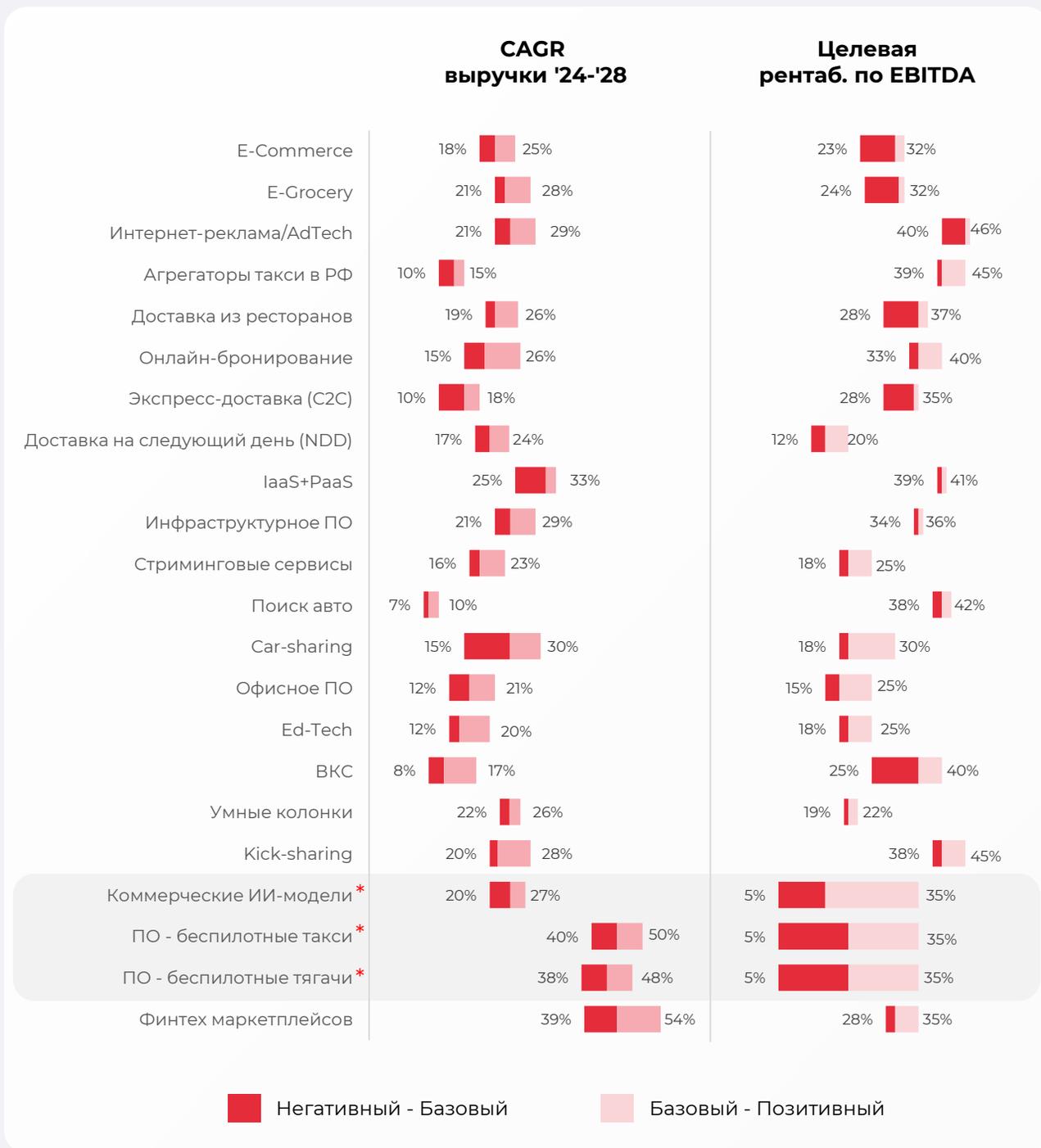
### «Карта рынков» Яндекса



Источник: Совкомбанк, Json&Partners, iKS Consulting, Strategy Partners, ЦСР, Smart Ranking, AdIndex, MWS, Трушеринг, Б1, DataInsight, Infoline, McKinsey,

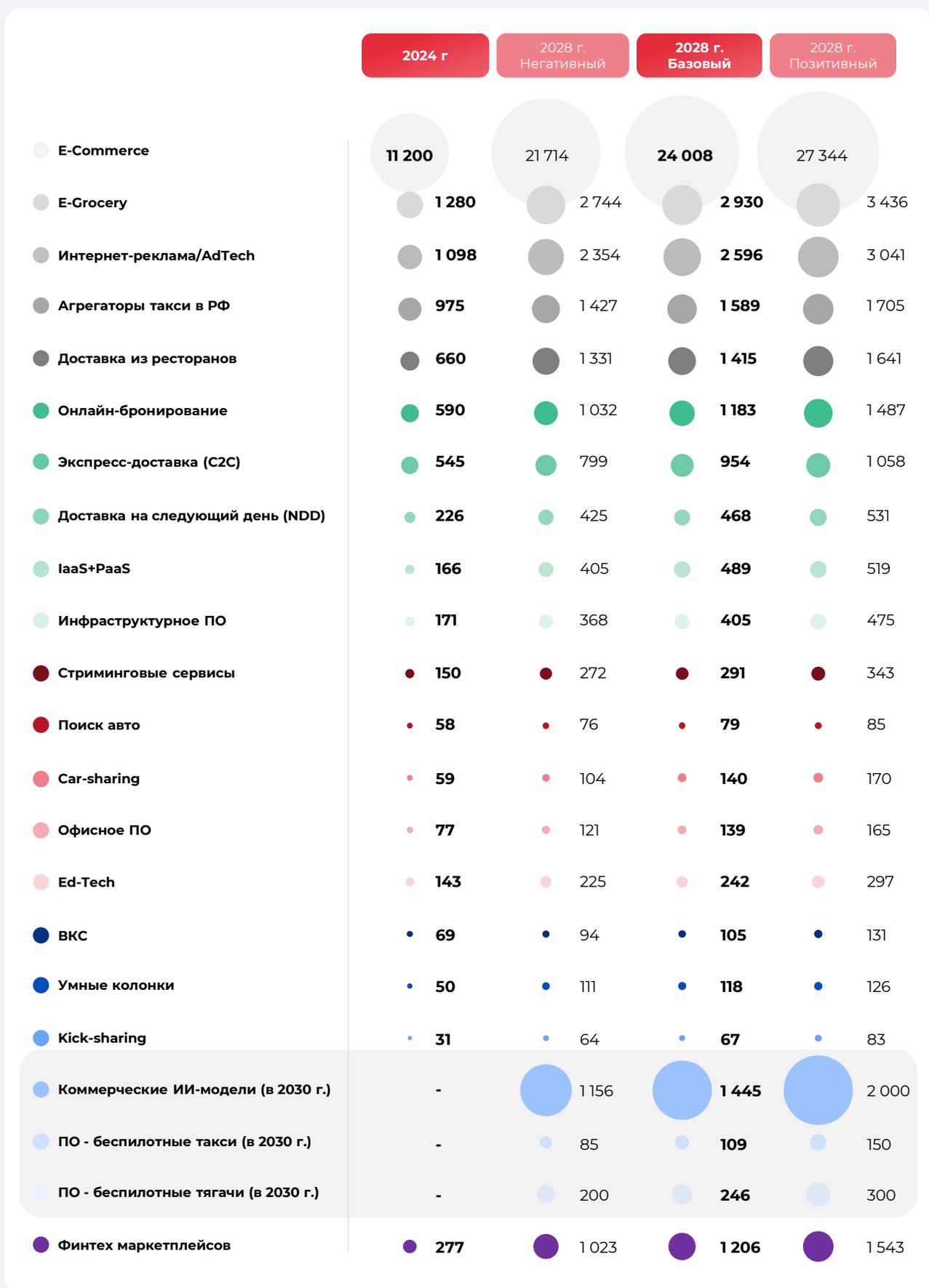
➤ На предыдущем слайде продемонстрирован базовый сценарий развития рынков, заложенный в наши основные модели. Ниже мы приводим разброс параметров темпов роста и рентабельности в Негативном и Позитивном сценариях.

**В большинстве рынков наш Базовый прогноз смещен в сторону Негативного, что дает большую вероятность реализации апсайд-риска в будущем**



\* Для данных рынков, CAGR выручки указан для периода 2030-2034 гг.

## Объемы рынков по сценариям, млрд руб.

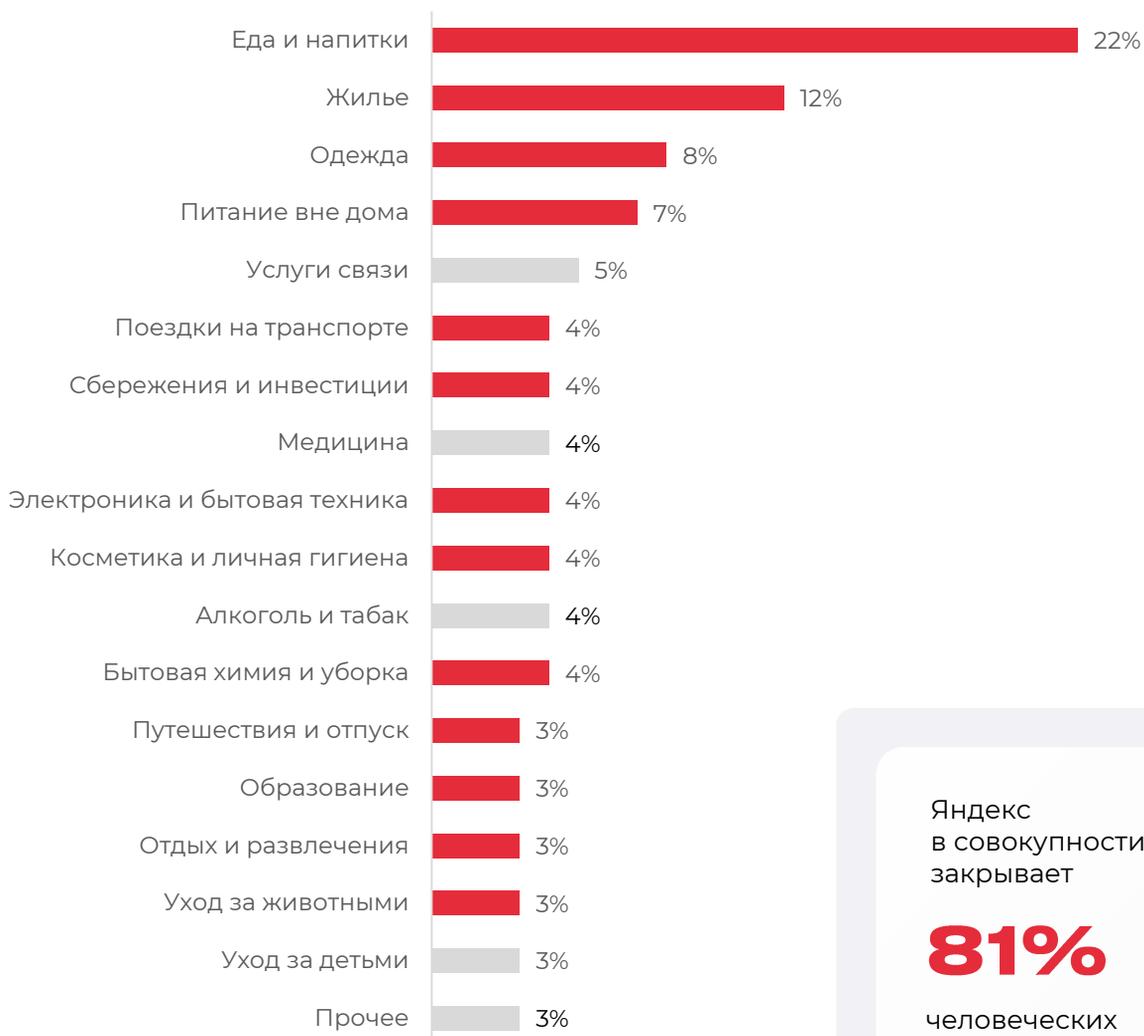


➤ Благодаря широкой диверсификации и одной из крупнейших в мире экосистем, **Яндекс закрывает 81% человеческих потребностей** в денежном выражении.

Помимо этого, контролируя 81% человеческих потребностей, **Яндекс получает максимальное количество информации о потребительском паттерне каждого клиента Яндекса.**

Это позволяет делать **рекламные алгоритмы максимально эффективными и увеличивать как рекламную выручку, так и потребление других продуктов и услуг Яндекса**, максимизируя существующие синергетические эффекты.

## Структура потребления продуктов и услуг человеком, согласно Nielsen



Яндекс  
в совокупности  
закрывает

**81%**

человеческих  
потребностей

- Отмечаем, что на большинстве своих рынков Яндекс занимает лидирующие позиции либо входит в топ-3/топ-5 игроков. Соответственно, **Яндекс максимально извлекает выгоду от паттернов человеческого потребления** на предыдущей странице.

## Доли Яндекса на рынках присутствия



## Сетевой эффект

- Покрытие большей части человеческих потребностей и высокое качество сервисов Яндекса позволяет увеличивать проникновение сервисов Яндекса в жизнь клиентов. Используя один сервис Яндекса, клиент со временем начнет использовать и другие благодаря наличию различных бонусов и скидок, которые дает подписка на экосистему, и тому, что остальные сервисы Яндекса «покрывают» почти все основные сферы жизни.
- Рост проникновения сервисов, в свою очередь, позволяет улучшать их качество, так как Яндекс получает больше информации о потребностях людей и улучшает свои рекомендательные и рекламные алгоритмы.
- Корреляция бизнесов друг с другом позволяет реализовывать различные синергии между сервисами, что ведет к дополнительному росту выручки и доли Яндекса на каждом из рынков присутствия.

**Все эти факторы создают сетевой эффект. Рост потребления одного сервиса Яндекса может привести к росту потребления нескольких других сервисов, а это, в свою очередь улучшает знания Яндекса о клиентах и увеличивает эффективность сервисов.**

*Более подробно смотрите на следующей странице*

# Сетевой эффект

## Развитие ИИ

- Улучшит большинство текущих сервисов и рекомендательные алгоритмы. Это приведет к росту выручки
- Выведет Яндекс на новый рынок – коммерческие ИИ-модели
- Поможет в развитии беспилотников
- Позволит сократить расходы на персонал, в первую очередь на ИТ

## Я.Плюс

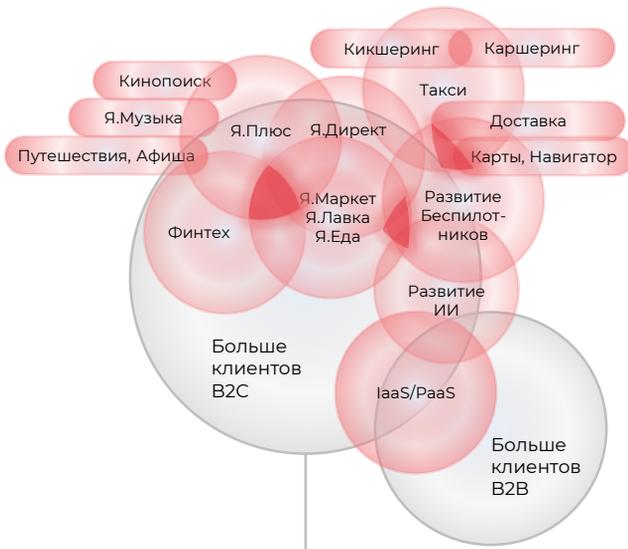
- Использование Я.Музыки или Кинопоиска со временем приводит к подключению подписки Я.Плюс, так как дает возможность получать бонусы за траты в остальных сферах своей жизни
- Подписка на Я.Плюс стимулирует рост затрат на:
  - Такси
  - Самокаты
  - Каршеринг
  - Путешествия
  - Я.Маркет
  - Я.Еда и Я.Лавка
  - Покупку билетов на Афише
  - Финтех
  - Прочие сегменты

## Финтех

- Я.Пэй позволяет оформить карту, которая дает повышенный кэшбэк при оплате в большинстве сервисах Яндекса
- Помимо этого покупки по карте Я.Пэй обеспечивают скидки на товары при покупке на Я.Маркет
- Клиентские остатки на дебетовых картах обеспечивают дешевое фондирование и используются для выдачи кредитов
- Информация о покупках по картам Я.Пэй активно используется для улучшения рекламных алгоритмов

## IaaS/PaaS

- Для обеспечения работы с огромным количеством клиентских данных Яндексу требуются существенные мощности ЦОД. Яндекс не пользуется услугами сторонних облачных провайдеров и самостоятельно развивает on-premise ИТ-инфраструктуру. Согласно комментариям менеджмента, экзптивные мощности Яндекса являются самыми большими в РФ.
- Остаточные мощности Яндекс коммерциализирует, предоставляя IaaS и PaaS услуги в первую очередь B2B клиентам, а также B2C клиентам.
- Развитие собственных ИИ-моделей, беспилотных такси, беспилотных тягачей, беспилотных роверов и промышленных роботов потребует еще больше мощностей ЦОД.



## Я.Директ

- Размещение рекламы внутри приложений
- Различный рекламный инвентарь
- Улучшение рекламных алгоритмов за счет собираемых другими сервисами данными о клиентах

Чем больше у Яндекса клиентов и информации о них, тем больше B2B клиентов взаимодействуют с Яндексом.

Больше рекламодателей хочет размещать рекламу через Я.Директ. Больше селлеров хочет размещать товары на Я.Маркете

## Я. Маркет | Я.Лавка | Я.Еда

- Информация о покупках, совершаемых на Я.Маркет, Я.Лавка и Я.Еда улучшает рекламные алгоритмы
- Если у покупателя не хватает денег, он может использовать Финтех сервисы Яндекса (Сплит, Кредит)
- В случае оплаты картой Я.Пэй клиент получает скидку, что стимулирует его открыть карту Я.Пэй и внести туда деньги. Неиспользованный остаток используется для кредитования других клиентов или кредитования/факторинга селлеров

## Такси | Доставка | Беспилотники

- Использование такси не всегда является экономически оптимальным способом передвижения.
- Поэтому люди используют альтернативные сервисы
- Яндекс, в случае потери спроса на такси, компенсирует это ростом спроса на другие виды транспорта, а бонусы за траты в одном из сервисов можно использовать в другом сервисе
- Передвигаясь самостоятельно, клиенты Яндекса используют для навигации Я.Карты и Я.Навигатор. Это дает информацию о геолокации, которая потом улучшает рекламные алгоритмы Я.Директ
- Когда надо что-то доставить, но нет времени делать это самому, клиенты могут воспользоваться Я.Доставка
- Развитие беспилотных такси позволит осуществлять больше поездок и, со временем, заменит часть таксистов
- Развитие беспилотных роверов позволит осуществлять больше доставок и, со временем, заменит часть курьеров
- Развитие беспилотных тягачей позволит операторам экономить на магистральной логистике и выйти Яндексу в новый рынок междугородней доставки

## **Мы считаем, что рынки Яндекса продолжат расти темпами >10% даже после 2030 г.**

**➤ Мы считаем, что большинство рынков присутствия Яндекса смогут расти двузначными темпами даже после 2030 г. и даже с учетом использования в прогнозах темпов роста инфляции 4%.**

**Мы выделяем 6 основных причин, из-за которых это будет возможно:**

1. Рост доли населения, пользующегося цифровыми сервисами, в структуре населения
2. Дальнейший рост цифровизации и автоматизации бизнеса, а также повседневной жизни населения
3. Развитие ИИ-моделей
4. Дальнейший рост времени, проводимого в интернете
5. Дальнейший рост количества хранимых, обрабатываемых и потребляемых данных. *При этом причины 1, 2, 3 и 4 непосредственно влияют на причину 5*
6. Общемировой тренд на переход от локальных вычислительных мощностей и систем хранения данных к облачным. *При этом причина 5 является мощным драйвером причины 6*

**Разберем эти причины последовательно и оценим влияние каждой на общие для большинства рынков Яндекса темпы роста.**

# 1. Рост доли населения, пользующегося цифровыми сервисами, в структуре населения

➤ Мы считаем, что наибольшая концентрация населения, пользующегося цифровыми сервисами, сосредоточена в возрастной когорте 16-50 лет.

Это люди, которые уже получают деньги либо от работы, либо от родителей и те, кто не слишком стар, чтобы быть открытым к «новшествам жизни».

*Под цифровыми сервисами мы предполагаем агрегаторы такси, маркетплейсы, сервисы доставки еды, блюд из ресторанов и обычных товаров, стриминговые сервисы, облачные файловые хранилища, ИИ-чат-боты, платформы онлайн-образования, классифайды, системы умного дома и умных устройств и т.п.*

**Важный момент заключается в том, что те, кто пользуется цифровыми сервисами сейчас в 50 лет, – будут этим пользоваться и дальше через 10 лет, когда им будет 60 лет.**

*То есть данная когорта со временем будет постоянно расти, при этом глубина проникновения данных сервисов в эту когорту со временем будет также постепенно увеличиваться.*

## Целевая аудитория (ЦА) цифровых сервисов в целом и Яндекса в частности, млн чел.



Источник: Совкомбанк, Росстат

➤ Таким образом, в 2024-2030 гг. CAGR количества людей в этой когорте составит **2.4%** и будет транслироваться в рост потребления вышеописанных цифровых сервисов

## 2. Дальнейший рост цифровизации и автоматизации бизнеса и жизни

- Несмотря на множество исследований и дискуссий на тему Индустрии 4.0 и цифровизации бизнеса и общества, на данный момент не существует общепринятой методологии оценки степени цифровизации.

**В нашем понимании степень цифровизация бизнеса может измеряться в доле организаций, которые активно используют IoT в своей деятельности. А степень цифровизации обычной жизни, на наш взгляд, можно оценить по доле населения, использующего системы умный дом.**

*Следует также выделить третью сферу применения цифровизации – «умный город». Однако мы считаем, что рынки умных устройств для бизнеса и для дома в совокупности по сути и являются рынком «умного города». Например, покупка «умных» счетчиков ЖЭКом будет входить в рынок IoT для бизнеса, при этом эти же счетчики также будут входить в рынок «умного города». Это также применимо к «умным» камерам, цифровым двойникам водоканалов, электростанций, трубопроводов и т.п.*

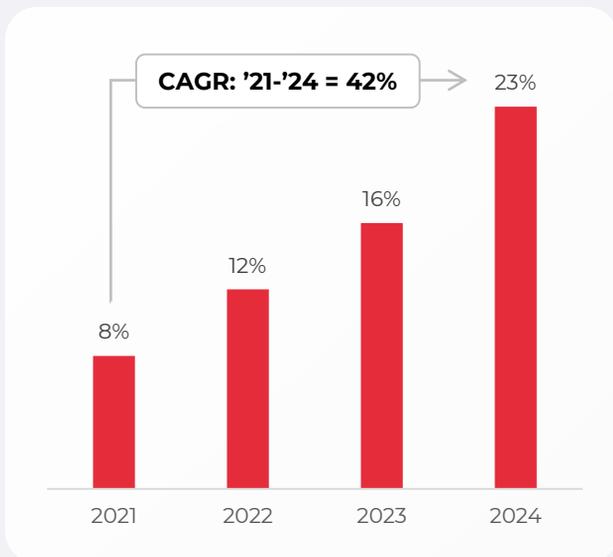
- Проникновение устройств умного дома в население

Текущее проникновение устройств умного дома в население РФ находится на низком уровне – **только 23% россиян имеют опыт использования систем умного дома**, согласно опросу ВЦИОМ.

**По сравнению с другими странами степень проникновения** на данный момент находится только на среднем уровне, также оставляя потенциал для роста в будущем.

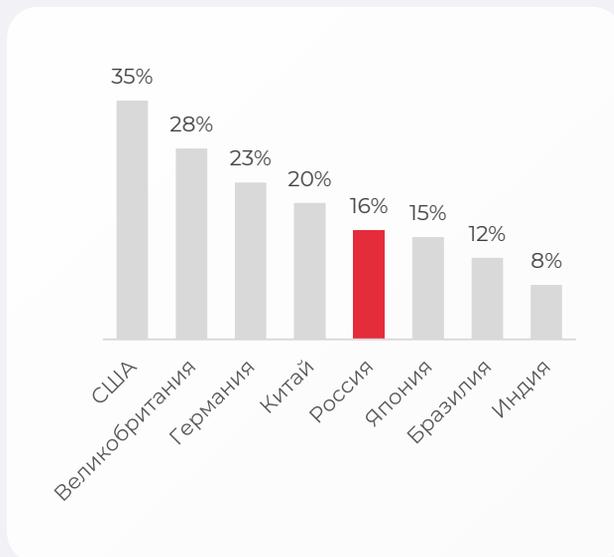
Также стоит отметить, что **доля населения, использующая такие системы, растет довольно быстро** – CAGR такого населения составил **42% в 2021-2024 гг.**

## Доля населения РФ, использующего устройства умного дома в '21-'24 гг.



Источник: Совкомбанк, РБК, Json&Partners, Минцифры, DataInsight, Statista, TelecomDaily, ВЦИОМ, Deepseek

## Доля населения, использующего устройства умного дома по странам в 2023 г.



Источник: Совкомбанк, Statista, Bitkom Research, YouGov, China IoT Association, MM Research Institute, IDC, IoT India Council, Deepseek



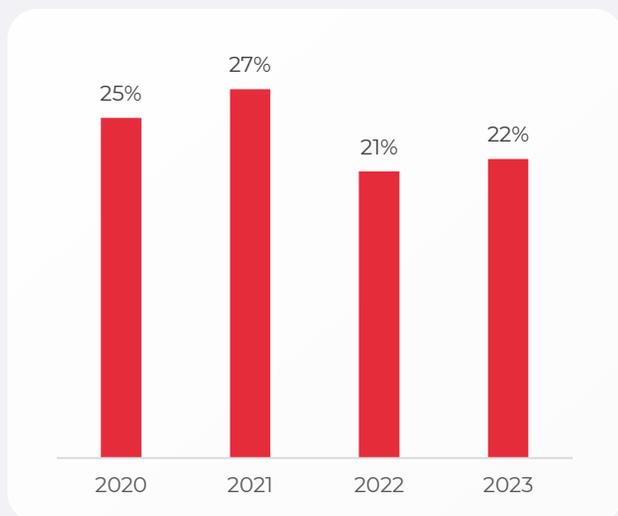
### Проникновение IoT в бизнес

Текущее проникновение IoT в бизнесы РФ также находится на низком уровне – **только 22% компаний пользуются IoT-решениями**, согласно исследованию ВШЭ «Цифровая экономика».

Данный сегмент экономики в РФ на данный момент стагнирует. К 2021 году доля компаний, пользующихся IoT-решениями, выросла до 27%. Затем в 2022 году компании с «недружественными» владельцами, которые зачастую были наиболее технологически развитыми, покинули российский рынок, а для оставшихся компаний импорт IoT-технологий усложнился. Резкого восстановления IoT-рынка пока что не происходит, так как у компаний РФ в 2023-2024 гг. были другие приоритеты.

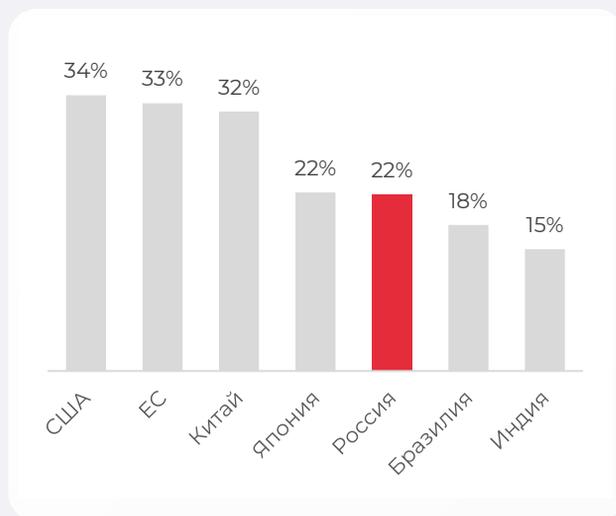
**По сравнению с другими странами степень проникновения** на данный момент находится только на среднем уровне, также оставляя потенциал для роста в будущем.

## Доля компаний РФ, использующих IoT, в '21-'24 гг.



Источник: Совкомбанк, ВШЭ

## Доля компаний, использующих IoT, по странам в 2023 г.



Источник: Совкомбанк, GSMA, itransition, CAICT, METI, IDC, Deepseek

- Таким образом, мы считаем, что рынки как умных устройств для дома, так и IoT-решений для бизнеса имеют высокий потенциал роста и будут развиваться как на горизонте до 2030 г., так и после.

Мы считаем, что по мере нормализации геополитической обстановки и условий для ведения бизнеса в РФ компании постепенно вернуться к инвестициям в модернизацию бизнеса.

Проникновение устройств для умного дома в население будет расти по мере роста доли целевой аудитории в общей структуре населения, а также облегчения процесса установки и настройки таких устройств благодаря развитию технологий.

**Это приведет к дальнейшему росту количества используемых устройств и количеству данных, которые они создают, обрабатывают и хранят.**

*В свою очередь, это приведет к росту спроса на вычислительные мощности (серверы) и системы хранения данных (СХД), для работы которых необходимо будет расширение существующих и строительство новых ЦОД.*

**Согласно расчетам агентства ONSIDE, количество подключаемых устройств в 2024-2027 гг. будет расти с CAGR 13%**, при этом, согласно нашим предположениям, следующие после 2027 года 10 лет данные темпы роста возможно будут ниже, но все еще близки к двузначным.

➤ Дело в том, что существует множество возможностей для использования IoT (схема приведена ниже). При этом, далеко не во всех сферах бизнес использует эти возможности. Это связано с рядом проблем (основные приведены на графике ниже).

Мы считаем, что по мере решения данных проблем, доля бизнесов, которые могут использовать IoT для существующих use-cases, будет расти, а количество самих use-cases будет расширяться.

## Сферы применения (use-cases) IoT в различных сферах бизнеса

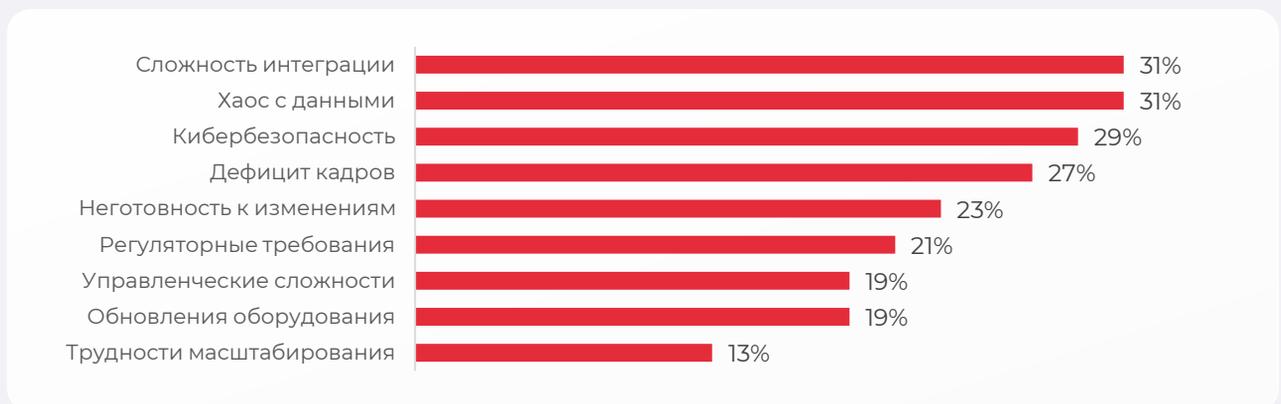
	Транспорт и логистика	ЖКХ Энергетика	Дискретное производство	Гибридное производство	Непрерывное производство	Добывающие производства
<b>Умные операции</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Умные парковки</li> <li>ИТС</li> <li>Умный городской транспорт</li> <li>Умные остановки</li> <li>Умные парковки</li> <li>Каршеринг</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Оптимизация производственных процессов</li> <li>Плановое обслуживание оборудования</li> <li>Контроль промышленных отходов</li> <li>Предиктивное обслуживание</li> <li>Контроль и мониторинг удаленных объектов</li> <li>Мониторинг поверхностных сточных вод</li> <li>Мониторинг окружающей среды</li> <li>Компьютерное зрение на производстве</li> <li>Цифровой двойник скважины / завода / трубопровода / энергостанции и пр.</li> <li>Цифровой водоканал</li> </ul>				
<b>Умная цепочка поставок</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Мониторинг грузов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Smart Grid</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Контроль и управление качеством производимой продукции</li> <li>Отслеживание цепочки производства</li> <li>Отслеживание запасов</li> <li>Мониторинг состояния инфраструктуры</li> </ul>			
<b>Подключенные продукты</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Connected Car</li> <li>Fleet Management</li> <li>Платон</li> <li>Каршеринг</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Учет ресурсов (умные ПУ ЭЭ, газа, воды, тепла)</li> </ul>				
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Подключенные станки</li> <li>Датчики вибрации, давления, температуры, качества воздуха</li> <li>Умные каски</li> </ul>					
<b>Межотраслевые сценарии</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Трекинг местоположения сотрудников / пожилых родственников / животных / переносимых объектов</li> <li>Видеоаналитика для контроля местоположения объектов и людей, пересечения линий, анализа транспортных потоков и пр.</li> </ul>					
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сквозное производство по всем этапам поставки материалов и энергии до создания конечного продукта и доставки и до эксплуатации</li> <li>Умный город: управление водоснабжением и энергоснабжением, управление отходами, умный общественный транспорт, умная инфраструктура, мониторинг окружающей среды, городское видеонаблюдение и пр.</li> <li>Обеспечение безопасности: охранное видеонаблюдение / СКУД / умное КПП / охранно-пожарная сигнализация / тревожные кнопки / умные замки</li> </ul>					

## Сферы применения (use-cases) IoT в различных сферах бизнеса

	Цифровая недвижимость	Финансы и ритейл	Сельское хозяйство	Другие отрасли
<b>Умные операции</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Реклама / информирование</li> </ul>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Мониторинг инженерных систем</li> <li>Мониторинг ТБО</li> <li>Умные парковки</li> <li>Умное освещение</li> <li>Реклама / информирование</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Мониторинг состояния почвы</li> <li>Мониторинг состояния животных</li> <li>Умные теплицы</li> <li>Умные фермы</li> <li>Удаленная продажа племенных животных (VR)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Мониторинг медицинского оборудования</li> <li>Дистанционный мониторинг здоровья</li> <li>Управление шерингами</li> </ul>
<b>Умная цепочка поставок</b>			<ul style="list-style-type: none"> <li>Контроль движения урожая</li> </ul>	
<b>Подключенные продукты</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Учет ресурсов (умные ПУ ЭЭ, газа, воды, тепла)</li> <li>Умные устройства</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Банкоматы</li> <li>Онлайн-кассы</li> <li>Вендинг</li> <li>Постаматы</li> <li>POS-терминалы</li> <li>Умные экраны</li> <li>Электронные ценники</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Мониторинг рогатого скота</li> <li>Мониторинг окружающей среды</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Носимые медицинские устройства</li> <li>X-шеринг</li> <li>Метеостанции</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Трекинг местоположения сотрудников / пожилых родственников / животных / переносимых объектов</li> <li>Видеоаналитика для контроля местоположения объектов и людей, пересечения линий, анализа транспортных потоков и пр.</li> </ul>		
<b>Межотраслевые сценарии</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сквозное производство по всем этапам поставки материалов и энергии до создания конечного продукта и доставки и до эксплуатации</li> <li>Умный город: управление водоснабжением и энергоснабжением, управление отходами, умный общественный транспорт, умная инфраструктура, мониторинг окружающей среды, городское видеонаблюдение и пр.</li> <li>Обеспечение безопасности: охранное видеонаблюдение /СКУД/ умное КПП /охранно-пожарная сигнализация / тревожные кнопки /умные замки</li> </ul>			

Источник: Iotas, ONSIDE

## Основные проблемы, мешающие внедрению IoT



Источник: Совкомбанк, ONSIDE

### 3. Развитие ИИ моделей

- **Развитие ИИ принесет обществу множество положительных экономических эффектов**, которые будут достигнуты как **за счет сокращения расходов** на различный функционал, который сейчас выполняется человеком, так и за счет увеличения выручки компаний **благодаря увеличению скорости и эффективности** ведения бизнеса.
- Однако **для реализации этих потенциальных экономических эффектов требуется длительное обучение и развитие ИИ-моделей**. Это, в свою очередь, требует существенных инвестиций в ИТ-инфраструктуру.
- **Бенефициарами этого будут коммерческие ЦОДы и облачные провайдеры**, которые такую ИТ-инфраструктуру предоставляют. **А также разработчики инфраструктурного ПО и производители серверного аппаратного обеспечения**, без которых создание любой ИТ-инфраструктуры было бы невозможно в целом.
- Ниже приведены прогнозы McKinsey по росту мощности ЦОД в мире. Используя данные McKinsey и наши расчеты, мы спрогнозировали необходимый для этого CAPEX. Отдельно выделяется рост мощности ЦОД для обучения, развития и поддержания ИИ-моделей. **За период 2025-2030 гг. на развитие необходимого количества мощностей в базовом сценарии потребуется 6.8 трлн долл. CAPEX, что эквивалентно примерно 1.4% ВВП стран G7 и Китая.**

*Для сравнения: весь ИТ-рынок РФ составляет около 2% ВВП РФ*

**Необходимая мощность ЦОДов для обеспечения прогнозируемых темпов роста рынка ИТ и ИИ, ГВт**



Источник: McKinsey

**Необходимый CAPEX для поддержания старых мощностей и создания новых, млрд долл.**



Источник: Совкомбанк, McKinsey

Мы приводим примерную структуру CAPEX на ЦОД. На наш взгляд, она позволяет лучше понять, какие организации будут бенефициарами роста мощностей ЦОДов в мире в целом и в РФ в частности.

## Структура CAPEX на ЦОД

	Сумма, \$ bln	Доля	Бенефициары в мире	Бенефициары в РФ
<b>Всего CAPEX на ЦОД</b>	<b>6 816</b>	<b>100%</b>		
<b>Инженерная инфраструктура</b>	<b>1 496</b>	<b>22%</b>		
Проектирование и строительство	690	10%	Jacobs, Burns&McDonnell, WSP Global, Turner, Holder, HITT	Есть множество мелких компаний-проектировщиков ЦОД. Но в основном в РФ проектируют ЦОДы те компании, для которых потом и происходит строительство. Строят подрядные организации под контролем этих компаний
Проведение электричества	403	6%	Schneider, Vertiv, Eaton, ABB	Нет организаций, специализирующихся на этом. Работы выполняют подрядные организации, нанятые для строительства, а также инженеры ЦОД компаний, для которых строится ЦОД.
Системы охлаждения	173	3%	SPX Technologies, Ebara, Kelvion, Johnson Controls, Trane, Carrier, Daikin, Vertiv, Stulz	Системы охлаждения в основном импортные
Генераторы	115	2%	Caterpillar, Rolls Royce, Cummins	Генераторы в основном импортные
Прочее	58	1%	-	Прочие компоненты инженерной инфраструктуры ЦОД также по большей части импортные
<b>Аппаратное обеспечение</b>	<b>4 257</b>	<b>62%</b>		
Сервера и СХД	3 566	52%	Dell, HP, IEIT Systems, Huawei, IBM, Lenovo, Fujitsu, Sugon, Inspur	<b>Ядро и Аквариус.</b> Более 80% компонентов в серверах являются импортными и в РФ никем не производятся из-за недостатка профессиональных кадров и технологического оснащения компаний.
Сетевое оборудование, коммутаторы, кабели и провода	518	8%	Cisco Systems, Juniper Networks, Arista Networks	<b>Eltex, Ростелеком, Qtech, Рикор, Tionix</b> и еще ряд мелких производителей
Стойки	173	3%	Множество различных производителей, включая производителей серверов.	Множество различных производителей, включая производителей серверов.
<b>Инфраструктурное ПО</b>	<b>1 064</b>	<b>16%</b>		
ОС (ПК + Серверные)	197	3%	Microsoft (Windows), IBM (Red Hat), Ubuntu, Debian, Oracle Linux, VMware	<b>Астра</b> , РедСофт, BaseAlt
Виртуализация	234	3%	Vmware, Microsoft, IMB (Red Hat), Citrix, Oracle, Nutanix	Астра, <b>Базис</b> , РедСофт, BaseAlt, КРОК
Контейнеризация	68	1%	Docker, IBM (RedHat), Google, Vmware, Amazon, Microsoft	Астра, РедСофт, BaseAlt, Ядро, КРОК, Ростелеком, Selectel
СУБД	327	5%	Oracle, Microsoft, SAP, Teradata, Cloudera	<b>Postgres Professional, Аренадата, Яндекс</b> , ВК, Ростелеком, <b>Астра</b> , много мелких игроков
Системы хранения и загрузки	239	4%	Informatica, IBM, TIBCO, SAS, Ataccama	<b>DIS Group, Аренадата</b> , Ростелеком, HFLabs, ЮниверсДата, много мелких игроков

## 4. Рост времени, проводимого в интернете

➤ По мере роста доли населения, пользующегося цифровыми сервисами, в структуре населения (см. причину №1), а также продолжения проникновения цифровых сервисов в нашу жизнь (за счет дальнейшего развития технологий), мы ожидаем, что будет расти время, проводимое в интернете.

Это, в свою очередь, будет приводить к росту количества создаваемых, потребляемых и обрабатываемых данных, увеличит потребление контента и позволит показывать больше рекламы.

Всё это будет потенциально вести к росту выручки стриминговых сервисов, рекламных площадок, облачных провайдеров и коммерческих ЦОДов, разработчиков инфраструктурного ПО и производителей аппаратного обеспечения для ЦОДов.

### Время проводимое в СМИ

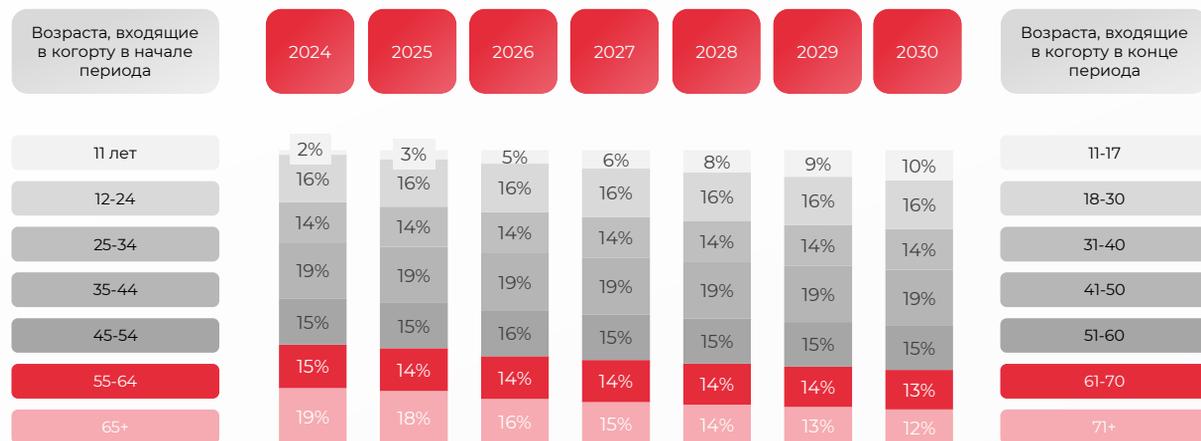


Согласно данным MediaScore, чем младше поколение, тем больше времени оно проводит в интернете

**Мы ожидаем, что по мере старения каждой выделенной возрастной когорты, паттерн медиапотребления НЕ будет существенно меняться**

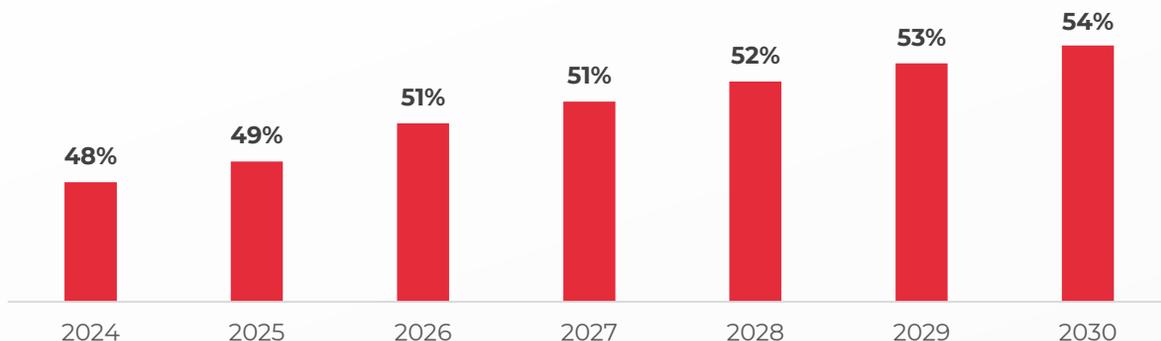
Также мы приводим наш прогноз динамики долей выделенных выше возрастных когорт в общем количестве населения этих когорт. Прогноз сформирован на основе прогнозной возрастной матрицы Росстата и с учетом старения выделенных когорт.

### Доля возрастных когорт в общем количестве населения этих когорт



- Исходя из вышеуказанных параметров мы спрогнозировали средневзвешенную **долю времени, проводимую в интернете, в совокупности по всем выделенным когортам.**
- Согласно нашим прогнозам, **она вырастет с 48% в 2024 г. до 54% в 2030 г.**

### Средневзвешенная общая доля потребления интернета по всем когортам



Источник: Совкомбанк

- Таким образом, **CAGR времени проводимого в интернете в 2024-2030 гг. составит 1.7% и будет транслироваться в рост потребления вышеописанных цифровых сервисов**

## 5. Дальнейший рост количества хранимых, обрабатываемых и потребляемых данных

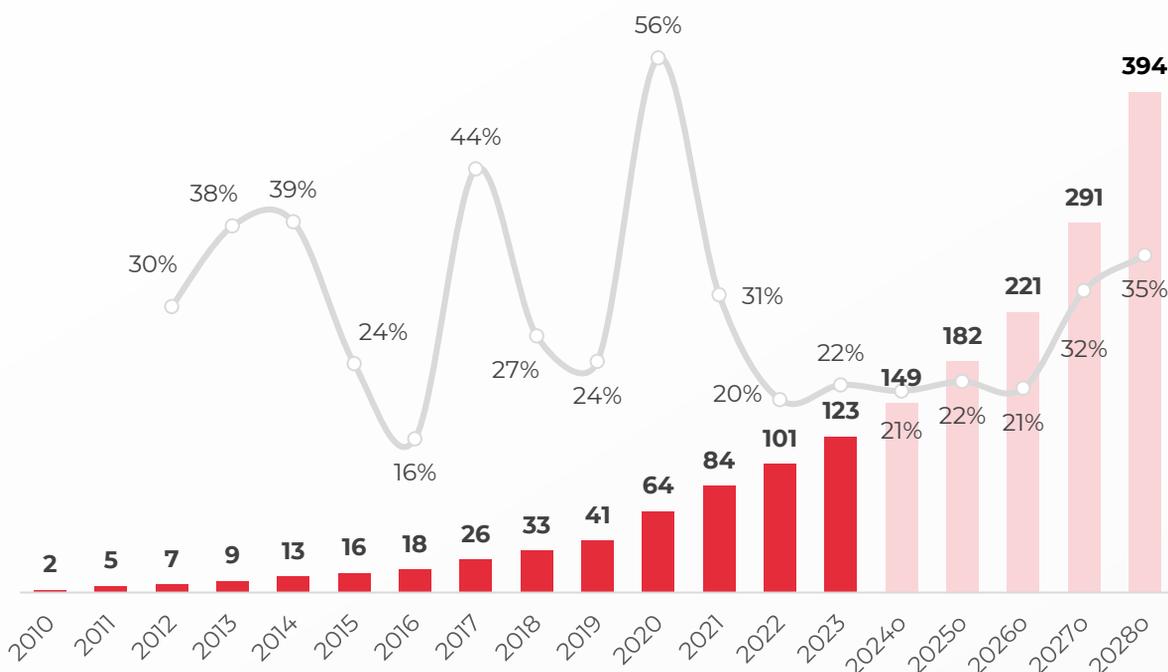
➤ Причины 1, 2, 3 и 4 приводят к тому, что объем данных в мире будет расти экспоненциальными темпами.

Рост объема потребляемых данных будет увеличивать спрос на ИТ-решения. При этом мы считаем, что темпы роста выручки бенефициаров этого процесса будут расти более сдержанными темпами, так как дальнейшее развитие технологий позволит снизить удельную стоимость обработки и хранения ГБ информации.

Мы не располагаем прогнозами по количеству данных, создаваемых в РФ, однако согласно данным IDC и Statista, в мире за последние 3 года было создано data (65 зеттабайт) больше, чем было создано с 2010 по 2020 гг. (64 зеттабайт).

В 2025 г. в мире будет создано еще 23 зеттабайта, и всего созданной data станет 182 зеттабайта. Дальше, к 2028 г., экспоненциальный рост продолжится, и объем data вырастет более чем в 2 раза от 2025 года и достигнет 394 зеттабайт.

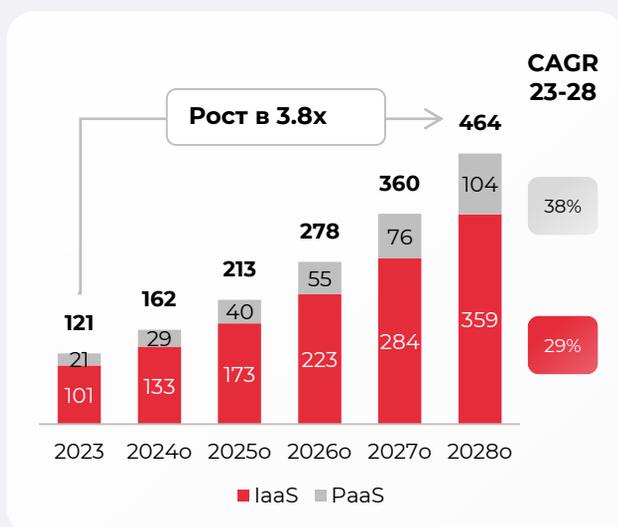
### Динамика объема данных по всему миру в 2010-2028 гг.



## 6. Общемировой тренд на переход от локальных вычислительных мощностей и систем хранения данных к облачным

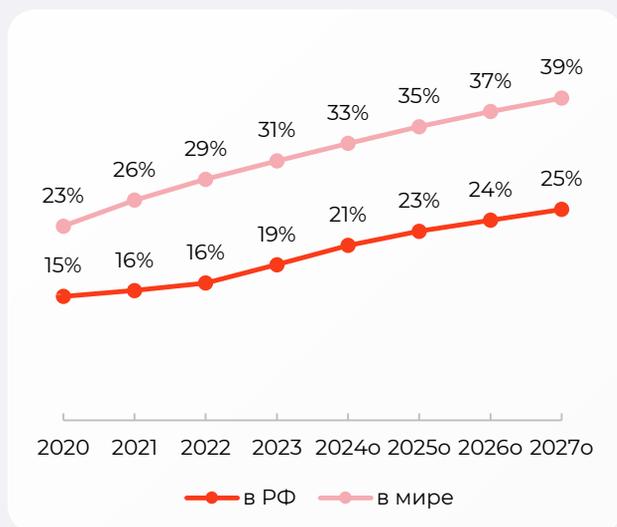
- Причины 3 и 5 ведут к тому, что приходится строить много ЦОД, покупать множество серверов, СХД и сетевого оборудования, нанимать множество инженеров ЦОД и т.п.
- **Раньше** как российские, так и зарубежные компании для хранения своих данных **строили собственные ЦОД, обслуживали их, докупали и замещали оборудование и настраивали его силами собственных инженеров.**
- Это создавало **необходимость регулярно нести non-core OPEX и non-core CAPEX, тратить время** на поиск необходимого персонала и поддержание экспертизы в **non-core деятельности.**
- **В результате стала популярна арендная или подписочная модель потребления необходимости мощностей для хранения и обработки данных.** Компании начали брать в аренду/покупать подписку на помещения, серверы, виртуальную облачную инфраструктуру у коммерческих ЦОДов и облачных провайдеров.
- **Дальнейшая цифровизация общества и рост объемов потребляемых, хранимых и обрабатываемых данных,** а также увеличение количества случаев аутсорсинга своей ИТ-инфраструктуры профессиональным провайдерам **являются дополнительными стимулами развития рынка** коммерческих ЦОД и облачных инфраструктурных сервисов и роста рынка **IaaS и PaaS,** где у Яндекса сильные позиции.

### Прогноз рынка облачных инфраструктурных сервисов, млрд руб.



Источник: iKS-Consulting, S&P Global, Совкомбанк

### Доли коммерческих стоек в РФ и в мире



Источник: iKS-Consulting, S&P Global, Совкомбанк

## Предварительный расчет гипотетической стоимости Яндекса с учетом всех текущих и перспективных направлений

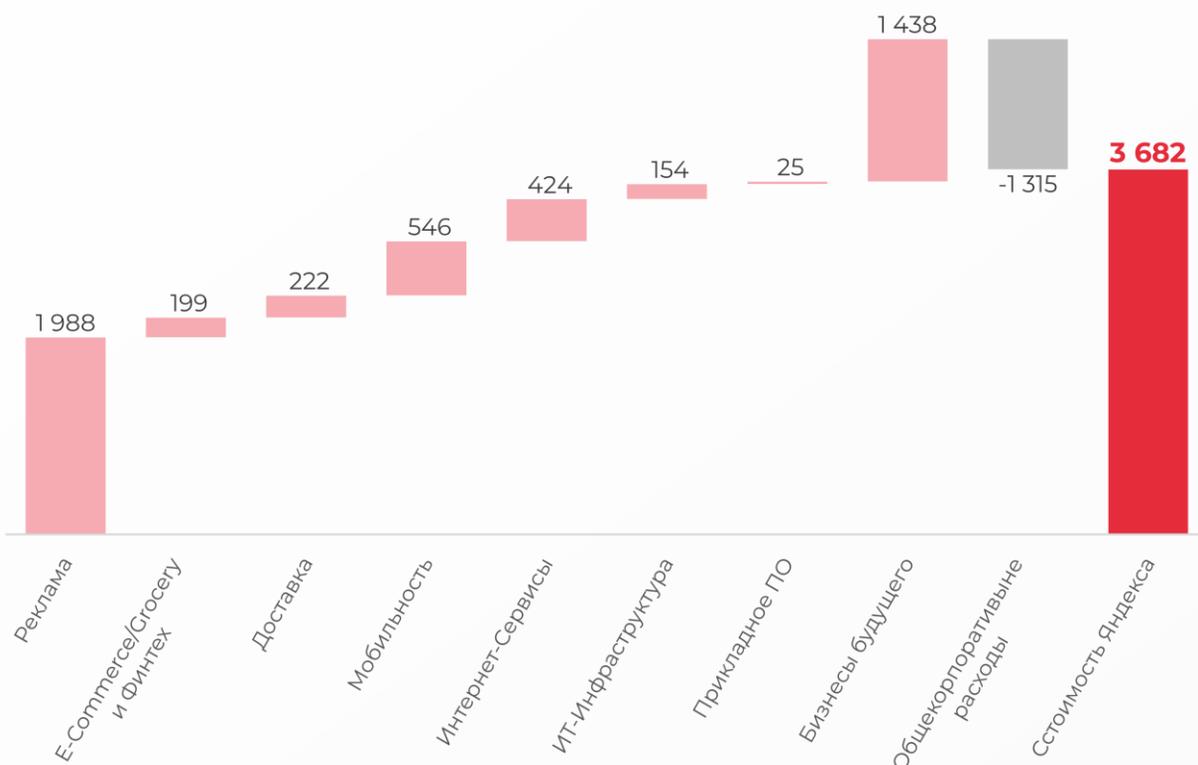
- В следующих частях данной серии отчетов мы дадим более детальный взгляд на каждый из рынков присутствия Яндекса и место Яндекса на нем.

**В заключение 1-ой части цикла мы хотим дать наш взгляд на гипотетическую акционерную стоимость, которую может принести каждое из названных направлений.**

Оценка потенциальной стоимости каждого направления реализована на основе DCF-моделей. Оценка стоимости прочих компонентов Enterprise Value реализована на основе нашей официальной финансовой модели по Яндексу.

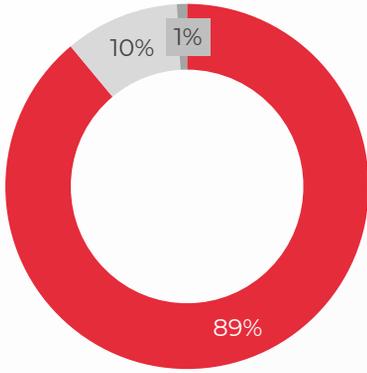
*Вся представленная ниже информация является гипотетической оценкой при условии, что компания сможет развиваться в рамках базового сценария.*

### Детализация оценки Яндекс по основным сегментам, млрд руб.



Ниже мы приводим детализацию стоимости по каждому сегменту

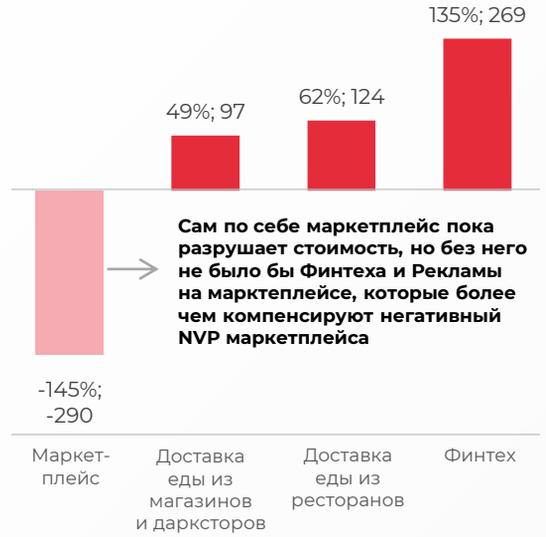
### Сегмент рекламы



- Классическая интернет-реклама
- Реклама на маркетплейсе
- Реклама на классифайдах

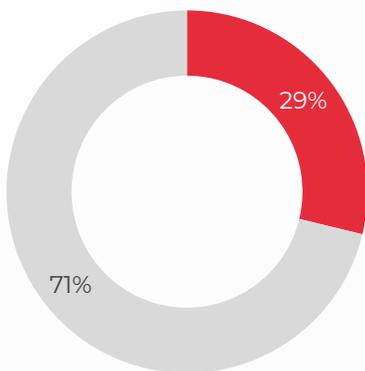
Источник: Совкомбанк

### Сегмент E-commerce/Grocery, доля от сегмента; млрд руб.



Источник: Совкомбанк

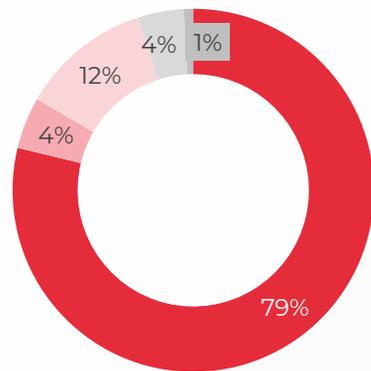
### Сегмент Доставки



- Коммерческое NDD (Next-day-delivery)
- Экспресс-доставка (C2C доставка)

Источник: Совкомбанк

### Сегмент Мобильности



- Такси
- Перевозки грузовиками меньше 5 тон
- Междугородняя авто-доставка
- Каршеринг
- Кикшеринг

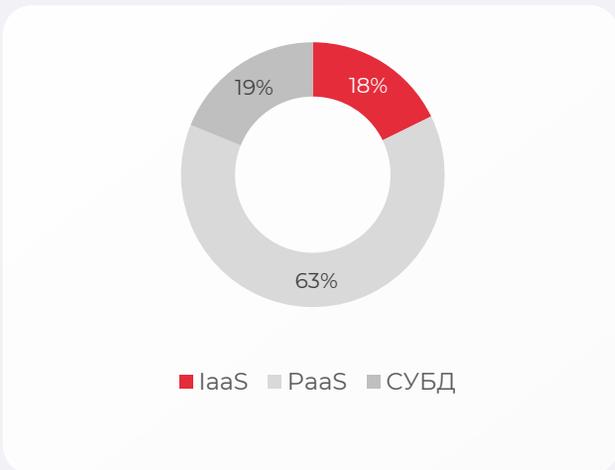
Источник: Совкомбанк

### Сегмент Интернет-сервисов



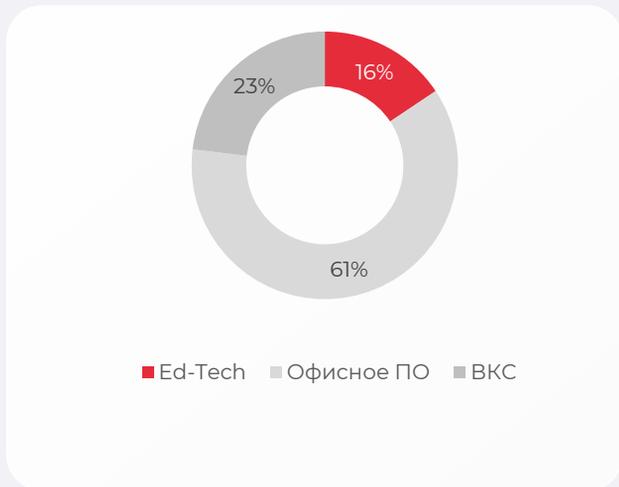
Источник: Совкомбанк

### Сегмент ИТ-инфраструктуры



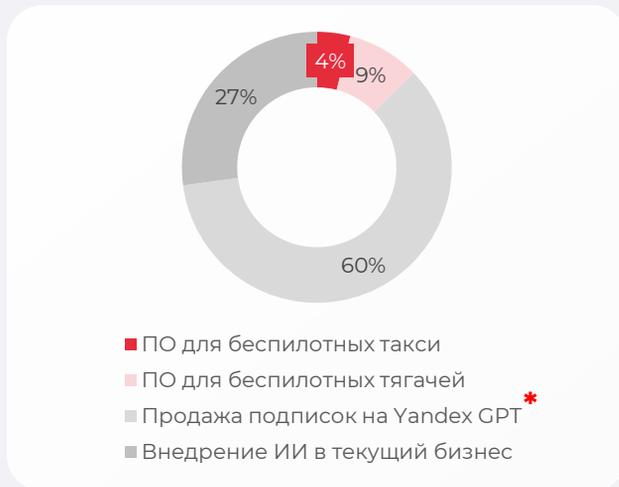
Источник: Совкомбанк

### Сегмент Прикладного ПО



Источник: Совкомбанк

### Сегмент Бизнесов будущего



\* Стоимость рассчитана на основе мультипликатора EV/Revenue для Open AI в рамках оценки при последнем раунде инвестирования. Мультипликатор скорректирован на российский дисконт 50%  
 Источник: Совкомбанк

### HQ-расходы, CAPEX на ЦОДы и Долг



Источник: Совкомбанк

В оптимистичном сценарии

С учетом всех перечисленных сегментов, **потенциальная стоимость Яндекса** может составить

**> 10 000**  
руб. за акцию

- С учетом всех вышеперечисленных пунктов считаем текущую оценку Яндекса несправедливо низкой. **Компания торгуется с дисконтом 20% к медианному мультипликатору аналогов EV/ЕБИТДА '25 и '26** при сопоставимых показателях и гораздо большему потенциалу по DCF, чем у других компаний.

## Мультипликаторы Яндекс и российских аналогов

	EV/ЕБИТДА			P/E			FCF Дох.			Див. дох.		
	24	25	26	24	25	26	24	25	26	24	25	26
<b>Яндекс</b>	<b>8x</b>	<b>6x</b>	<b>4x</b>	<b>18x</b>	<b>13x</b>	<b>8x</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>	<b>11%</b>	<b>2%</b>	<b>6%</b>	<b>11%</b>
Озон (по IAS 17)*	<0	29x	10x	<0	67x	16x	-6%	6%	13%	0%	3%	10%
ВК	<0	33x	9x	(1x)	(2x)	(3x)	-36%	-44%	-29%	0%	0%	0%
Whoosh	5x	4x	3x	13x	9x	7x	-5%	4%	6%	1%	2%	7%
Делимобиль	10x	8x	6x	81x	15x	10x	-17%	-12%	7%	3%	1%	3%
Хэдхантер	7x	6x	4x	7x	6x	5x	18%	18%	23%	29%	15%	21%
Софтлайн	11x	8x	4x	<0	25x	5x	-19%	-11%	0%	0%	2%	2%
Группа Позитив	57x	15x	6x	76x	22x	7x	2%	-2%	7%	9%	1%	3%
Группа Аренадата	13x	9x	7x	13x	10x	7x	6%	9%	12%	6%	8%	11%
Группа Астра	16x	12x	9x	16x	13x	11x	3%	5%	8%	2%	5%	7%
IVA Technologies	22x	9x	5x	22x	10x	6x	-3%	5%	12%	7%	3%	7%
Диасофт	9x	7x	6x	8x	8x	7x	9%	12%	14%	11%	14%	14%
<b>Медиана по всем IT</b>	<b>10x</b>	<b>8x</b>	<b>6x</b>	<b>15x</b>	<b>12x</b>	<b>7x</b>	<b>-1%</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>

Источник: Совкомбанк

## Ключевые финансовые индикаторы Яндекс и российских аналогов

	Тек.	Мсар	EV	CAGR '24-'28	24-'28 сред рентаб.		ND/ЕБИТДА
	цена	(Р млрд)	(Р млрд)	Выручка	ЕБИТДА	Прибыль	24
<b>Яндекс</b>	<b>3 917</b>	<b>1 474</b>	<b>1 587</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>11%</b>	<b>0,6</b>
Озон (по IAS 17)*	3 466	750	737	33%	5,9%	3,5%	-8,6
ВК	241	55	212	22%	8,7%	-9,2%	-23
Whoosh	148	16	27	21%	41%	8%	1,7
Делимобиль	159	28	45	25%	-7,3%	8%	5,1
Хэдхантер	3 017	151	152	22%	60%	56%	0,0
Софтлайн	102	41	55	26%	9%	4%	2,9
Группа Позитив	1 129	80	90	28%	29%	26%	5,8
Группа Аренадата	122	25	24	31%	39%	38%	-0,5
Группа Астра	374	79	78	38%	30%	27%	0,0
IVA Technologies	121	12	12	31%	39%	35%	-0,1
Диасофт	3 123	31	29	19%	30%	29%	-0,6
<b>Медиана по всем IT</b>				<b>26%</b>	<b>29%</b>	<b>19%</b>	<b>0,0</b>

Источник: Совкомбанк

# В следующей части ...

## **Мы проведем детальный анализ каждого рынка присутствия Яндекса:**

- Покажем текущие объемы рынка
- Покажем рыночные доли основных игроков на каждом рынке
- Покажем прогнозы по темпам роста рынков присутствия и проанализируем основные драйверы
- Покажем прогноз доли Яндекса на каждом из рынков присутствия и проанализируем основные драйверы
- Расскажем, как прогнозировали новейшие рынки в лице Коммерческих ИИ-моделей и ПО для беспилотников

# Глоссарий

- 1. TAM – total addressable market.**  
Означает максимальный объем рынка и максимальную потенциальную выручку, которую можно заработать на этом рынке/рынках
- 2. Райдтех** – платформы/приложения, которые так или иначе связаны с передвижением населения. К этому термину относятся такси, каршеринг, электронные самокаты (кикшеринг) и прочие методы передвижения
- 3. IaaS** – один из сегментов IT-рынка. Бизнес на этом рынке заключается в предоставлении доступа к мощностям центров обработки данных (ЦОД) компаниям, которые сами не хотят или не имеют возможности развивать собственную IT-инфраструктуру и строить собственные ЦОДы. Предоставление доступа осуществляется с помощью технологии виртуализации. То есть клиент на выходе получает IT-инфраструктуру в облаке
- 4. PaaS** – один из сегментов IT-рынка. Более продвинутая версия IaaS. Помимо предоставления доступа к мощностям ЦОД, клиентам на выделенную виртуальную IT-инфраструктуру также устанавливается первичное ПО, необходимое для конечных целей клиента и его прикладного ПО
- 5. СХД** – системы хранения данных
- 6. Доставка на следующий день (NDD)** – NDD = next day delivery. Сам рынок включает в себя выручку логистических операторов за доставку от 2 до как правило 5 дней.
- 7. ВКС** – видеоконференцсвязь
- 8. СУБД** – системы управления базами данных

## **Disclaimer**

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 ВОЗНИКНОВЕНИЯ 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. ИНВЕСТИТОРАМ РЕКОМЕНДУЕТСЯ УЧИТЫВАТЬ 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.