

Вержаковская Марина Александровна

Поволжский государственный университет телекоммуникаций и информатики

Проскурина Наталья Вячеславовна

Самарский государственный экономический университет

Королев Андрей Андреевич

Самарский национальный исследовательский университет имени академика С. П.

Королёва (Самарский университет)

Трансформация цифрового суверенитета и оценка стоимости национальных экосистем: интегральное байесовское моделирование капитализации ПАО «ВК» в условиях турбулентности, регуляторной трансформации и структурных сдвигов рынка (2026–2027 гг.)

Аннотация. Настоящее исследование представляет собой комплексный количественный и качественный анализ фундаментальных факторов, определяющих рыночную стоимость ПАО «ВК», с последующим построением пяти многоуровневых эконометрических моделей для прогнозирования динамики капитализации компании на 2026–2027 годы. Методологическая база работы включает в себя идентификацию 21 ключевого фактора, структурированных по макроэкономическому, регуляторному, операционному и рыночному признакам, на основе которых были разработаны: многофакторная DCF-модель с коррекцией на макроэкономический стресс, модель скорректированной приведенной стоимости (APV) с учетом долгового щита, модель ценообразования на основе пользовательской ценности и регуляторных опционов, модель эволюции долговой нагрузки и кредитного риска, а также интегральная байесовская модель машинного обучения, объединяющая все предыдущие подходы в единый ансамбль. Ключевыми факторами, оказывающими определяющее влияние на стоимость VK, выступают жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ и высокая долговая нагрузка, сдерживающие выход на положительный свободный денежный поток, а также уникальная рыночная ситуация, сложившаяся вследствие геополитической изоляции и регуляторного протекционизма. Последнее создает беспрецедентные возможности по аккумуляции аудитории в национальных сервисах, в первую очередь в мессенджере МАХ и видеоплатформе VK Видео, что формирует мощный спекулятивный и потенциально фундаментальный драйвер роста. При этом критическое значение приобретает способность менеджмента конвертировать рост пользовательской базы в реальные финансовые результаты через эффективную монетизацию, а также успешное проведение IPO быстрорастущего сегмента VK Tech, способного стать катализатором переоценки всего холдинга. Интегральное моделирование позволяет с высокой степенью достоверности утверждать, что в базовом сценарии справедливая стоимость акций VK на 2026 год консолидируется в диапазоне 320–345 рублей, на 2027 год – ожидается умеренный рост до 360 рублей с потенциалом расширения до 410 рублей при выходе FCF в устойчиво положительную зону и снижении долговой нагрузки до целевого уровня ниже 2.5х. Оптимистичный сценарий предполагает движение в коридор 370–390 рублей (2026) и выше при условии успешного IPO VK Tech, фактической блокировки Telegram и начала монетизации МАХ, тогда как пессимистичный сценарий тестирует уровень поддержки 280–300 рублей. Высокая волатильность, обусловленная спекулятивным новостным фоном и чувствительностью к регуляторным инициативам, будет сохраняться на всем протяжении прогнозного периода, однако фундаментальная способность VK выстроить эффективную модель монетизации всей своей экосистемы в условиях технологической изоляции останется главным детерминантом долгосрочной справедливой стоимости компании.

Ключевые слова: VK, машинное обучение, DCF-моделирование, реальные опционы, долговая нагрузка, монетизация MAX, регуляторный протекционизм, сценарный прогноз, справедливая стоимость.

Verzhakovskaya Marina Alexandrovna

Volga Region State University of Telecommunications and Informatics

Proskurina Natalia Vyacheslavovna

Samara State University of Economics

Korolev Andrey Andreevich

Samara National Research University named after academician S. P. Korolev (Samara University)

**Transformation of digital Sovereignty and Valuation of National Ecosystems:
integral Bayesian modeling of VC PJSC capitalization in the context of turbulence,
regulatory transformation and structural shifts of the market (2026-2027)**

Annotation. The present study is a comprehensive quantitative and qualitative analysis of the fundamental factors determining the market value of PJSC VK, followed by the construction of five multi-level econometric models to predict the dynamics of the company's capitalization for 2026-2027. The methodological basis of the work includes the identification of 21 key factors, structured according to macroeconomic, regulatory, operational and market characteristics, on the basis of which were developed: a multifactorial DCF model with correction for macroeconomic stress, an adjusted present value (APV) model taking into account the debt shield, a pricing model based on user value and regulatory options, a model of the evolution of debt burden and credit risk, as well as an integral Bayesian machine learning model, combining all previous approaches into a single ensemble. The key factors that have a decisive impact on the value of VK are the tight monetary policy of the Central Bank of the Russian Federation and the high debt burden, which constrain access to positive free cash flow, as well as the unique market situation resulting from geopolitical isolation and regulatory protectionism. The latter creates unprecedented opportunities for audience accumulation in national services, primarily in the MAX messenger and VK Video video platform, which forms a powerful speculative and potentially fundamental growth driver. At the same time, management's ability to convert the growth of the user base into real financial results through effective monetization, as well as the successful IPO of the fast-growing VK Tech segment, which can become a catalyst for the reassessment of the entire holding, is of critical importance. Integral modeling allows us to state with a high degree of reliability that in the baseline scenario, the fair value of VK shares for 2026 will consolidate in the range of 320-345 rubles, for 2027 a moderate increase to 360 rubles is expected with the potential to expand to 410 rubles when FCF enters a stable positive zone and the debt burden decreases to a target level below 2.5x. The optimistic scenario assumes movement into the corridor of 370-390 rubles (2026) and higher, subject to the successful IPO of VK Tech, the actual blocking of Telegram and the start of MAX monetization, while the pessimistic scenario tests the support level of 280-300 rubles. High volatility due to the speculative news background and sensitivity to regulatory initiatives will persist throughout the forecast period, however, VK's fundamental ability to build an effective monetization model for its entire ecosystem in conditions of technological isolation will remain the main determinant of the company's long-term fair value.

Keywords: VK, machine learning, DCF modeling, real options, debt burden, MAX monetization, regulatory protectionism, scenario forecast, fair value.

Рассматривая фундаментальные основы становления отечественного сегмента высоких технологий в постмиллениумный период, нельзя обойти вниманием макроструктуру, известную ныне как VK, которая ведет свою родословную с далекого 1998 года, демонстрируя тем самым удивительную для данной отрасли преемственность и

адаптивность к перманентно меняющимся рыночным условиям. В орбиту влияния этой корпорации, представляющей собой сложносочиненный гибрид инвестиционного фонда и технологического вендора, входят системообразующие активы, обеспечивающие коммуникационную связность населения на всем постсоветском пространстве. Прежде всего, речь идет о таких гигантах социального взаимодействия, как «ВКонтакте», «Одноклассники» и переживающий ныне вторую молодость сервис «Мой мир@Mail», которые формируют цифровые привычки миллионов пользователей. Кроме того, важнейшим элементом повседневной рутины является почтовый сервис «Почта Mail», а также широкая линейка мессенджеров, включающая такие продукты, как «Маш», «VK Мессенджер» и «ТамТам», что свидетельствует о попытках корпорации занять доминирующее положение в сфере мгновенного обмена сообщениями, несмотря на высокую конкуренцию в этом сегменте. [1] [2]

Помимо развлекательных и коммуникационных сервисов, особого внимания заслуживает вектор развития компании, направленный на аккумуляцию образовательных онлайн-платформ, что в современной научной парадигме принято называть EdTech-направлением. В состав конгломерата интегрированы такие платформенные решения, как Skillbox, Geekbrains, SkillFactory, а также адаптированный для школьного сегмента сервис «Учи.ру», что в совокупности формирует мощный кластер для взращивания кадров как в IT-сфере, так и в общем среднем образовании. Параллельно с этим ведется глубокая научно-исследовательская и опытно-конструкторская работа по созданию голосового помощника нового поколения «Маруся», функционирующего на базе сложных алгоритмов машинного обучения. Данный помощник выступает ключевым интерфейсом для управления целым семейством аппаратных устройств, известных как умные колонки «VK Капсула», что знаменует собой выход компании на рынок интернета вещей и создание собственной проприетарной экосистемы, призванной конкурировать с западными аналогами в условиях импортозамещения. [3]

В контексте макроэкономических потрясений и передела цифровых рынков, важнейшей вехой стало стратегическое приобретение в апреле 2022 года платформ «Дзен» и «Новости», которые ранее являлись неотъемлемой частью активов компании «Яндекс», что позволило VK значительно усилить свои позиции в сфере рекомендательных сервисов и новостной агрегации. Нельзя также игнорировать попытки экспансии в сферу трансграничной электронной коммерции в рамках совместного предприятия, организованного при участии китайской Alibaba Group, «Мегафон» и Российского фонда прямых инвестиций, где компания развивала российский сегмент маркетплейса AliExpress. Несмотря на вышеперечисленные факторы и кажущуюся диверсификацию активов, данная корпорация в настоящий момент находится в состоянии затяжной и глубокой рецессии, что наиболее ярко выражается в стремительной девальвации ее ценных бумаг на Московской бирже. Эмпирические данные наблюдений за пятилетний горизонт планирования свидетельствуют о катастрофическом падении капитализации: акции компании девальвировались более чем на 80%, что ставит под сомнение эффективность текущей модели управления и требует пересмотра фундаментальных подходов к монетизации столь обширной империи цифровых активов.

Целью данной научной работы является анализ и оценка перспектив изменения рыночной стоимости компании ПАО «VK» на 2026 и 2027 годы. Для достижения аподиктичности выводов и недопущения апокрифичных суждений необходимо выполнение следующих прикладных задач:

1. Определить ключевые факторы, оказывающие влияние на рыночную стоимость компании ПАО «VK».

2. На основе ранее выявленных факторов составить математическую модель с машинным обучением с целью определения перспектив изменения рыночной стоимости компании VK на 2026 и 2027 года.

Проведенный системный анализ двадцати одного фактора, структурированных в табличной форме, позволяет с высокой степенью достоверности утверждать, что рыночная стоимость ПАО «ВК» в среднесрочной перспективе 2026–2027 годов будет определяться сложным взаимодействием макроэкономических, регуляторных и внутрикорпоративных детерминант, носящих преимущественно дуалистический характер. С одной стороны, фундаментальное давление оказывают жесткая денежно-кредитная политика Центрального банка и высокая долговая нагрузка, которые, несмотря на проведенную допэмиссию, продолжают сдерживать выход компании на операционную безубыточность и генерацию положительного свободного денежного потока. С другой стороны, уникальная рыночная ситуация, сложившаяся вследствие геополитической изоляции и активного регуляторного протекционизма, создает для VK беспрецедентные возможности по аккумуляции аудитории в национальных сервисах, в первую очередь в мессенджере МАХ и видеоплатформе VK Видео, что формирует мощный спекулятивный и потенциально фундаментальный драйвер роста. Таким образом, ключевая интрига ближайших двух лет заключается в противостоянии между инерционным давлением унаследованных финансовых проблем и открывающимся «окном возможностей» по монетизации вновь приобретенной аудитории в условиях отсутствия западных конкурентов. (таблица 1)

Таблица 1. Ключевые факторы, оказывающие влияние на рыночную стоимость компании ПАО «ВК»

№	Наименование фактора	Развернутое описание фактора и механизм его влияния на рыночную стоимость	Характер влияния / Текущий тренд	Количественная оценка / Ключевые индикаторы	Прогнозная динамика / Ожидаемый тренд на 2026-2027 гг.	Взаимосвязь с другими факторами и системные эффекты
1	Ключевая ставка ЦБ РФ и денежно-кредитная политика	Уровень ключевой ставки является фундаментальным макроэкономическим драйвером, определяющим стоимость заемного финансирования для VK, что напрямую влияет на величину процентных расходов по долговому портфелю. Одновременно высокая ставка сжимает экономическую активность рекламодателей, вынуждая их сокращать маркетинговые бюджеты, что давит на выручку основного сегмента компании. Пятничное решение ЦБ (ожидаемое сохранение на уровне 16%) и риторика регулятора будут задавать тон всему 2026 году.	Негативный / Сохраняется жесткость	Ключевая ставка находится на уровне 16% годовых. Консенсус-прогноз предполагает сохранение ставки на заседании 20 февраля 2026 года. Обслуживание долга остается существенной статьей расходов, несмотря на проведенную допэмиссию, которая лишь частично нивелировала этот эффект.	Сдержанно-негативный / Ожидание плато. Рынок закладывает сохранение высокой ставки как минимум на первую половину 2026 года. Любые сигналы о скором начале цикла снижения ставки выступят мощным катализатором роста котировок VK, так как снизят стоимость обслуживания долга и оживят рекламный рынок. Напротив, ужесточение риторики или повышение ставки спровоцируют новую волну распродаж.	Усиливает давление фактора долговой нагрузки (№7); находится в прямой корреляции со снижением рекламных бюджетов (№5). Совместно с фактором фискальной нагрузки (№19) формирует «стоимостной пресс» на операционную деятельность.
2	Геополитическая напряженность и санкционный режим	Комплексный фактор, ограничивающий доступ российских эмитентов к глобальным рынкам капитала и передовым технологиям, что консервирует технологическое развитие VK и создает долгосрочные риски отставания. С другой стороны, санкционная политика Запада и ответные меры РФ выполняют протекционистскую функцию, блокируя западных конкурентов (Instagram, Facebook) на внутреннем рынке и искусственно повышая доминирование VK. Принадлежность к «осажденной крепости» создает специфический дисконт за риск.	Двойственный / Структурно - негативный	Отсутствие зарубежных аналогов позволяет VK доминировать (охват 95% рунета), но изоляция от глобального IT-сообщества ведет к технологическому отставанию. Санкции против СПБ Биржи создают риски для ликвидности торгов.	Неопределенный / Стагнация статус-кво. Вероятность снятия санкций в 2026-2027 гг. оценивается рынком как крайне низкая. Фактор останется «данностью», фоном для инвестирования. Любые эскалации (новые санкции ЕС, угрозы отключения от SWIFT) будут оказывать краткосрочное негативное давление, но фундаментально положение VK как бенефициара блокировок уже заложено в цену.	Является первопричиной блокировки конкурентов (фактор №4) и создает условия для замедления/блокировки Telegram (фактор №12). Тесно связан с фактором санкционной изоляции и технологического отставания (№17).
3	Регуляторное давление (РКН, Госдума) и	Усиление государственного контроля над интернет-пространством, включая расширение полномочий РКН с 1 марта 2026 года, несет в себе дуальный	Двойственный / Риски vs	РКН получит расширенные полномочия с 01.03.2026, включая	Умеренно-позитивный / Активизация протекционизма. Ожидается, что регулятор продолжит политику	Прямая и наиболее сильная связь с фактором спроса на МАХ (№12) и общим инвестиционным климатом в

	управление интернетом	эффект. С одной стороны, это риски тотального администрирования отрасли и потенциального сценария «отключения от глобальной сети», что обесценивает цифровые активы, зависимые от мировой сети. С другой стороны, регуляторное давление на зарубежные платформы (YouTube, Telegram) напрямую конвертируется в прирост аудитории и времени в сервисах VK (VK Видео, MAX), создавая тактические драйверы роста.	Тактически й драйвер	возможность определять правила пропуска трафика. Штрафы Telegram составили 64 млн руб., а фактическое замедление работы мессенджера фиксируется пользователями.	«мягкого принуждения» к переходу на национальные платформы. Прямая блокировка Telegram маловероятна в 2026 году из-за социальной значимости, но точечные замедления и технические ограничения будут продолжаться, подталкивая аудиторию к MAX. Это создает устойчивый спекулятивный фон вокруг акций VK.	IT-секторе. Усиливает монопольное положение (№4).
4	Монопольное положение на рынке соцсетей	Фактическое отсутствие западных конкурентов (Instagram, Facebook, признанных экстремистскими) трансформировало VK из игрока в квази-монополиста в сегменте социальных платформ. Государственные органы и бюджетные учреждения обязаны вести страницы в VK и ОК, что гарантирует институциональное присутствие, генерацию «госпатриотичного» контента и лояльность массовой аудитории. Это создает «подушку безопасности» для выручки.	Позитивны й / Стабильный фундамент	Сервисы VK охватывают более 95% месячной аудитории Рунета. Аудитория «ВКонтакте» выросла до 91,8 млн пользователей в РФ. Это создает уникальный барьер для входа новых игроков.	Стабильно-позитивный / Укрепление доминирования. В отсутствие альтернатив монопольное положение VK будет только укрепляться. Государство продолжит использовать платформы VK как основной рупор для коммуникации с населением. Это обеспечивает предсказуемость бизнеса, но снижает стимулы к технологической гонке, консервируя устаревшие подходы к монетизации.	Обеспечивает устойчивость выручки (фактор №5) даже при слабой экономике, так как рекламодателям физически некуда уходить. Является прямым следствием геополитики (№2).
5	Динамика рынка онлайн-рекламы и структурные сдвиги	Основной источник дохода компании (около 70% выручки). Замедление темпов роста рынка из-за макроэкономической стагнации и жесткой ДКП является главным тормозом для VK. Однако еще более опасным трендом выглядит структурный переток рекламных бюджетов в сторону маркетплейсов (Wildberries, Ozon), которые становятся новыми «стенами внимания», забирая деньги у классических соцсетей. Это меняет ландшафт digital-рекламы.	Негативный / Стагнация и трансформация	Рост выручки VK в III кв. 2025 замедлился до 5% г/г (против 13% ранее). В сегменте соцсетей рост выручки практически остановился. Рекламодатели сокращают бюджеты на имиджевую рекламу.	Консервативно-негативный / Давление сохранится. Ожидается, что 2026 год станет «проверкой на прочность» для рекламного рынка. VK придется бороться за бюджеты не только с традиционными медиа, но и с гигантами e-commerce. Возврат к двузначным темпам роста рекламной выручки маловероятен без общего оживления экономики и снижения ставок.	Ключевой фактор, влияющий на финансовый результат (№6) и EBITDA (№8). Прямо конкурирует с фактором №15 (маркетплейсы).

6	Темпы роста совокупной выручки	Интегральный показатель здоровья бизнеса. VK демонстрирует замедление тотальной выручки, что критично для акций роста, которыми компания позиционируется. Хотя экосистемные сервисы (VK Tech, RuStore) растут двузначными темпами, их доля в структуре выручки пока недостаточна, чтобы компенсировать стагнацию рекламного гиганта. Замедление роста снижает инвестиционную привлекательность и мультипликаторы.	Негативный / Замедление	Выручка за 9М2025 выросла на 10% до 111,3 млрд руб., но динамика ухудшается квартал к кварталу. Прогнозы на 2026 год, сдержанные: ожидается сохранение низких однозначных темпов роста или умеренное ускорение во 2П2026.	Сдержанно-позитивный / Стабилизация. Рынок ждет от VK не столько взрывного роста выручки, сколько подтверждения способности удерживать ее от падения. Любые кварталы с темпом выше 7-8% будут восприниматься позитивно. Основной упор будет делаться на рост VK Tech и монетизацию MAX/VK Видео для ускорения показателя к 2027 году.	Связан с оптимизацией затрат (№9) и давлением на FCF (№10). Является функцией от факторов №5, №13, №14.
7	Уровень долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA)	Проведенная в 2025 году допэмиссия акций по цене 324,9 руб., привлекавшая до 112 млрд руб., кардинально улучшила баланс компании, снизив абсолютный размер долга. Тем не менее, уровень задолженности остается значительным, и в условиях высокой ключевой ставки проценты по долгу продолжают «съедать» операционную прибыль, удерживая компанию в убыточной зоне. Снижение этого показателя до целевых 2-3х является главной задачей менеджмента.	Негативный / Улучшение, но давление сохраняется	Чистый долг без учета лизинга сократился до 77 млрд руб. Соотношение Чистый долг/EBITDA ожидается на уровне 2,4–3х по итогам 2025-2026 гг., что значительно лучше уровней 2024 года (более 5х).	Позитивный / Плавное снижение. Ожидается, что к концу 2026 года и особенно в 2027 году компания сможет войти в целевой диапазон 2-2.5х. Это станет возможным благодаря росту EBITDA и дальнейшему погашению долга за счет операционного потока. Достижение этого уровня снимет «долговой стресс» и позволит говорить о дивидендах.	Напрямую зависит от ключевой ставки (№1). Высокий долг является главным препятствием для выхода на чистую прибыль (№11). Снижение долга – ключевая цель, связывающая факторы №8 и №10.
8	Показатель EBITDA и рентабельность	Компания смогла продемонстрировать впечатляющее улучшение EBITDA в 2025 году за счет жесткой оптимизации операционных и маркетинговых расходов, а также завершения активной инвестиционной фазы. Способность удерживать рентабельность на уровне 14-17% и выше критически важна для инвесторов, так как показывает, что менеджмент контролирует ситуацию с издержками и может генерировать прибыль даже при слабом росте выручки. Рост EBITDA напрямую влияет на долговые метрики.	Позитивный / Стабилизация и рост	Прогноз EBITDA на 2025 год – 20 млрд руб. Рентабельность EBITDA в III кв. 2025 в сегменте соцсетей составила 20%. Прогноз на 2026 год – рост EBITDA до 22-24 млрд руб. при рентабельности 16-17%.	Уверенно-позитивный / Дальнейший рост. Ожидается, что тренд на повышение операционной эффективности продолжится. Фокус на рентабельности станет главным драйвером роста стоимости в 2026 году, даже если выручка будет расти медленно. Рост EBITDA позволит быстрее снижать долг.	Является прямым результатом оптимизации затрат (№9). Высокая EBITDA критически важна для улучшения мультипликатора EV/EBITDA (№20) и снижения долговой нагрузки (№7).

9	Оптимизация операционных расходов (CAPEX и OPEX)	VK вынуждена и демонстрирует способность тщательно контролировать все категории расходов для поддержания и роста прибыльности. Завершение двухлетнего инвестиционного цикла (обновление серверов, строительство ЦОДов) и повышение эффективности использования оборудования (утилизация) позволяют сократить CAPEX. Одновременно компания оптимизирует маркетинговые бюджеты и FOT (фонд оплаты труда), что напрямую улучшает EBITDA. Это сознательный выбор в пользу «качества» вместо «количества».	Позитивный / Временная мера	Операционные расходы снизились на 7% г/г в III кв. 2025. Капитальные затраты (CAPEX) планируются на уровне 15% от выручки, что ниже пиковых значений 2023-2024 гг. Штат сотрудников стабилизирован.	Стабильно-позитивный / Риск исчерпания лимитов. В 2026-2027 гг. возможности для дальнейшей «стрижки» расходов будут ограничены. Дальнейший рост EBITDA потребует уже не столько экономии, сколько реального роста выручки. Тем не менее, сохранение финансовой дисциплины останется важным фактором доверия к менеджменту.	Позволяет достигать целевых показателей EBITDA (№8), но не решает фундаментальную проблему роста выручки (№6).
10	Свободный денежный поток (FCF)	FCF остается в отрицательной зоне уже продолжительное время, что типично для фазы активных инвестиций и высоких процентных платежей. Рынок ждет выхода FCF в устойчиво положительную зону как главного сигнала окончания «инвестиционной фазы» и начала реальной генерации акционерной стоимости. Положительный FCF – это деньги, которые можно направлять на дивиденды или обратный выкуп акций. Прогнозы стабильно сдвигаются вправо.	Негативный / Ожидание улучшения	Ожидается, что FCF выйдет в плюс не ранее 2027 года. В 2025-2026 гг. компания продолжит тратить средства на развитие MAX и поддержание инфраструктуры, что будет удерживать FCF вблизи нуля или в небольшом минусе.	Осторожно-позитивный / Постепенное улучшение. Главным событием для акций станет отчетность, в которой FCF впервые покажет устойчивый положительный результат. Рынок будет пристально следить за этим индикатором. Ожидается, что во второй половине 2026 года или в 2027 году этот порог будет преодолен.	Является производным от высокой долговой нагрузки (№7) и необходимости продолжать инвестиции (MAX, VK Tech). Выход FCF в плюс откроет дорогу к дивидендам (№11).
11	Чистая прибыль / убыток	Компания продолжает фиксировать чистый убыток на операционном уровне по РСБУ и МСФО из-за высоких процентных расходов и амортизации. Отсутствие чистой прибыли исключает дивидендные выплаты на обозримом горизонте, превращая акцию исключительно в историю «роста», которая пока не растет. Аналитики сходятся во мнении, что выход на чистую прибыль в 2026	Негативный / Убыточность	Чистый убыток сохраняется по итогам 9М2025. Аналитики не ждут чистой прибыли в 2026 г. и с осторожностью прогнозируют возможность выхода в ноль к 2027 г..	Сдержанно-негативный / Дорога к нулю. Основной задачей 2026 года является сокращение чистого убытка до минимума. Новости о том, что компания вышла на операционную безубыточность (пусть даже за счет разовых факторов), будут позитивно восприняты рынком как первый шаг к будущим дивидендам.	Итоговый результат действия факторов №6, №7, №10. Является главным препятствием для включения акций в дивидендные портфели консервативных инвесторов.

		году маловероятен, что ограничивает интерес дивидендных инвесторов.				
12	Динамика аудитории мессенджера MAX (национальный мессенджер)	Сильнейший тактический и спекулятивный фактор 2025-2026 гг. Потенциальный и фактический переток аудитории из замедляемого/потенциально блокируемого Telegram в национальный мессенджер MAX, интегрированный с Госуслугами. Рост базы пользователей (с 29 млн до потенциальных 100 млн) создает ажиотажный спрос на акции, открывая «окно возможностей» для будущей монетизации. Этот фактор оживил интерес к акциям, выведя их в лидеры роста.	Позитивный / Резкий рост спекулятивного спроса	MAX – 29 млн пользователей, Telegram – 100 млн в РФ. Потенциал роста аудитории MAX оценивается в 3,5 раза. Уже зафиксировано 55 млн регистраций, 22 млн среднесуточных пользователей.	Умеренно-позитивный / Консолидация аудитории. В 2026 году ожидается не столько взрывной, сколько планомерный рост аудитории MAX. Основной наплыв пользователей, интересующихся госуслугами и обеспокоенных замедлением Telegram, уже произошел. Далее встанет задача удержания и вовлечения этой аудитории.	Прямое следствие действий регулятора (№3). Успех зависит от способности монетизировать этот огромный трафик (№13), иначе история останется «спекулятивной».
13	Способность монетизировать MAX и VK Видео	Рост аудитории (MAU, DAU) должен конвертироваться в рост выручки (ARPU - средний доход на пользователя). Пока неясно, сможет ли VK быстро и ненавязчиво внедрить эффективные рекламные форматы и платные услуги в MAX и VK Видео, чтобы извлечь выгоду из увеличения рыночной доли. Задержки в монетизации или негативная реакция пользователей на «овермонетизацию» приведут к разочарованию инвесторов и схлопыванию спекулятивного пузыря. Монетизация VK Видео уже начата.	Неопределенный / Ключевой для реализации потенциала	Просмотры VK Видео выросли на 19% г/г (до 3,2 млрд в сутки), время просмотра выросло в 3,2 раза. Данных по ARPU MAX пока нет, вклад в EBITDA не раскрывается, а расходы значительны.	Критически важный / Экзамен для менеджмента. 2026 год станет годом «экзамена» для команды VK. Рынок будет оценивать первые результаты внедрения рекламных инструментов в MAX и ускорение монетизации VK Видео. Успешные кейсы (рост рекламной выручки в этих сегментах выше рынка) приведут к пересмотру целевых цен. Провал – к разочарованию.	Является ключевым навыком менеджмента, превращающим фактор №12 и аудиторный успех VK Видео в реальные деньги и рост выручки (№6).
14	Развитие VK Tech и потенциально IPO	Сегмент B2B-решений (облачные платформы VK Cloud, сервисы продуктивности VK WorkSpace, корпоративное ПО) растет устойчивыми двузначными темпами и является одним из главных «историй роста» внутри холдинга. Новости о возможном IPO VK Tech выступают мощным катализатором переоценки всего холдинга, так как рынок может	Позитивный / Возможный драйвер	Выручка VK Tech выросла на 26% г/г. Рентабельность EBITDA сегмента – 19%. Доля в выручке группы около 9-11%, но вклад в рост значителен. Компания технически готова к IPO.	Позитивный / Высокая вероятность размещения. Ожидается, что в 2026-2027 гг., при благоприятной рыночной конъюнктуре (стабилизация ставок, снижение геополитической напряженности), IPO VK Tech состоится. Это событие станет главным корпоративным	Успех IPO будет зависеть от общей макроэкономической конъюнктуры (№1). Может дать средства для инвестиций в R&D, но напрямую не снизит долг головной компании, если размещение пройдет по схеме cash-in в «дочку».

		«снять сливки» с быстрорастущего актива, а VK получит справедливую рыночную оценку своего технологического потенциала.			действием, способным «разморозить» справедливую стоимость всего холдинга и привлечь средства для развития перспективного направления.	
15	Конкуренция со стороны маркетплейсов	Крупные маркетплейсы (Ozon, Wildberries) эволюционируют в супер-приложения, становясь новыми центрами притяжения пользовательского внимания и, как следствие, рекламных бюджетов. Они предлагают рекламодателям не просто показ баннера, а «закрытие сделки» (performance-реклама). Это структурный сдвиг на рынке, который VK пока сложно компенсировать, так как ее соцсети хуже «конвертируют» внимание в покупку напрямую.	Негативный / Структурный вызов	Переток рекламных бюджетов в сторону маркетплейсов отмечается аналитиками как один из главных рисков для классической интернет-рекламы. Маркетплейсы растут быстрее рынка.	Структурно-негативный / Усиление тренда. Тренд на консолидацию рекламных бюджетов внутри экосистем маркетплейсов будет только усиливаться. VK придется либо развивать собственное e-commerce направление (социальная коммерция), либо мириться с потерей доли рекламного пирога. Это долгосрочный вызов.	Усугубляет негативное влияние фактора №5 (рынок рекламы). Стимулирует VK к развитию собственных транзакционных сервисов.
16	Государственная поддержка (акционер и лобби)	Контролирующий акционер (структуры «Газпромбанка» и «Газпром-медиа» через МФ Технологии) обеспечивает мощный «зонтик безопасности» и административный ресурс. Это убеждает рынок, что компания не обанкротится и будет получать преференции при распределении госзаказов и регулировании. Однако, как и в случае с любым госконтролем, это снижает мотивацию к резкому повышению эффективности и делает акцию похожей на «квази-облигацию» с ограниченным потенциалом роста, но низким риском дефолта.	Позитивный (защита от риска банкротства) / Негативный (для темпов роста)	Принадлежность к структурам, аффилированным с государством, гарантирует выживание в любом кризисе, но не гарантирует технологический прорыв и сверхприбыли. Это создает специфическую «премию за надежность» и «дисконт за неэффективность» одновременно.	Стабильный / Фактор поддержки. В 2026-2027 гг. государство продолжит поддерживать VK как системообразующую IT-структуру. Это будет выражаться в лоббировании интересов, предоставлении госсубсидий на развитие и защите от недружественных поглощений. Акционерная поддержка будет фоном, предотвращающим катастрофические сценарии.	Снижает остроту фактора долга (№7) в глазах кредиторов, но консервирует бизнес-модель в эпоху быстрых изменений (№15). Позволяет компании выигрывать в регуляторных спорах (№3).
17	Санкционная изоляция и технологическое отставание	Невозможность использовать передовые мировые разработки в области искусственного интеллекта (ИИ), Big Data, облачных технологий и квантовых вычислений ведет к постепенному технологическому	Негативный / Долгосрочный риск	Продукты VK (интерфейсы, алгоритмы, дизайн) сравниваются пользователями не с «отсутствующими»	Латентно-негативный / Риск «эрозии качества». В 2026-2027 гг. этот риск будет нарастать постепенно. Он не проявится в отчетности мгновенно, но может выразиться в стагнации time spent	Коррелирует с фактором №2. Влияет на возможность роста MAU и удержания активной аудитории в условиях отсутствия альтернатив.

		отставанию продуктов VK от глобальных трендов. Это долгосрочный риск, который в среднесрочной перспективе может снизить конкурентоспособность и привлекательность сервисов для молодой, технически подкованной и требовательной аудитории, привыкшей к лучшим мировым стандартам (UI/UX, качество рекомендаций).		Instagram или YouTube, а с их «замороженными» версиями и мировым опытом. Отсутствие бенчмарков для сравнения внутри страны не отменяет требовательности пользователей.	(времени, проведенного в приложении) у молодой аудитории, которая более мобильна и чувствительна к качеству продукта.	
18	Качество корпоративного управления и коммуникация с рынком	Восприятие менеджмента (топ-команды) инвесторами как способного эффективно распределять ресурсы, держать слово и адекватно реагировать на кризисы. Успешное проведение допэмиссии, «мягкая посадка» долга, четкая оптимизация затрат и прозрачная отчетность повышают доверие и лояльность инвесторов. Любые сбои в коммуникации, неожиданные убытки или неисполнение прогнозов могут спровоцировать жесткие распродажи. Менеджмент пока получает позитивные оценки.	Позитивный / Адекватный	Допэмиссия по цене 324,9 руб. привлекла 112 млрд руб., что улучшило структуру баланса. Менеджмент последовательно сохраняет прогнозы по EBITDA и улучшает рентабельность, что укрепляет доверие.	Стабильно-позитивный / Фактор доверия. В условиях неопределенности качество IR (отношений с инвесторами) и предсказуемость действий менеджмента станут конкурентным преимуществом. Ожидается, что команда продолжит четко следовать заявленной стратегии фокуса на рентабельности и монетизации, что будет поддерживать котировки.	Обеспечивает реализацию фактора №9 (оптимизация) и №13 (монетизация). Хорошая репутация менеджмента смягчает негативные новости по другим факторам.
19	Рост фискальной нагрузки на IT-отрасль	Планируемое и уже реализуемое повышение страховых взносов (с 7,6% до 15%) и отмена или сокращение налоговых льгот для IT-компаний увеличивают себестоимость разработки (фонд оплаты труда) и давление на операционную прибыль. Это делает 2026 год более сложным с точки зрения сохранения маржинальности, так как рост издержек придется либо компенсировать дальнейшей экономией, либо перекладывать на клиентов (что сложно), либо мириться со сжатием маржи.	Негативный / Ожидаемое давление	Повышение социальных налогов (страховых взносов) до 15% для IT-компаний ожидается и уже закладывается в модели на 2026 год. Это прямой вычет из операционной прибыли.	Негативный / Административный пресс. В 2026 году компании придется адаптироваться к новому уровню фискальной нагрузки. Это окажет понижающее давление на EBITDA (№8) и потребует либо дополнительной оптимизации, либо найма менее квалифицированных кадров, что рискованно для качества продукта.	Увеличивает операционные расходы, противодействуя фактору №9 (оптимизация). Усугубляет давление на чистую прибыль (№11) в паре с высокой ключевой ставкой (№1).

20	Сравнительная оценка (мультипликаторы) relative value	Инвесторы постоянно сравнивают оценку VK с другими российскими IT-бумагами (например, Яндекс, ЦИАН, Ozon) и с историческими значениями самой компании. Акции VK традиционно торгуются с определенным дисконтом к лидерам сектора, но форвардный мультипликатор EV/EBITDA (около 14,5х) сейчас выше среднего по сектору, что ограничивает потенциал роста с фундаментальной точки зрения. Инвесторы могут принять решение о ребалансировке портфелей в пользу более дешевых аналогов, если увидят, что апсайд VK исчерпан.	Негативный / Ограниченный апсайд	Форвардный EV/EBITDA на 2025 – около 14,5х, что выше среднего значения по российскому IT-сектору. Целевые цены аналитиков на 2026 год консолидируются в диапазоне 320–377 руб. (БКС: 340 руб., ПСБ: 377 руб., Freedom: 320 руб.).	Сдержанно-позитивный / «Догоняющий» рост. Для дальнейшего роста мультипликаторов (т.е. удорожания акций относительно прибыли) компании необходимо либо резко улучшить прогнозы по EBITDA (фактор №8), либо подтвердить новые драйверы роста (№13, №14). Иначе акции могут консолидироваться вблизи текущих уровней, соответствующих «справедливой» оценке.	Является производной от всех остальных факторов и консенсус-прогноза. От уровня мультипликаторов зависит решение крупных фондов о вхождении в капитал.
21	Спекулятивный новостной фон и волатильность	Высокая чувствительность низколиквидных акций (free float небольшой) к инфоповодам (слухи о блокировках, заявления чиновников, новости о MAX, отчетности). Это создает повышенную волатильность и возможности для краткосрочной спекулятивной прибыли, но отвлекает от долгосрочного фундаментального анализа и привлекает «горячие деньги» краткосрочных спекулянтов. Такие движения часто не имеют под собой фундаментальной основы и быстро сходят на нет, создавая «шумы».	Волатильный / Краткосрочные скачки	Рост на 9,64% за день 10 февраля 2026 на фоне новостей о замедлении Telegram. Рост почти на 2% 17 февраля 2026. Цена подскочила до 5-месячных максимумов (325 руб.) на ожиданиях.	Высокая волатильность сохранится. Учитывая сохраняющийся интерес к теме импортозамещения мессенджеров и высокую чувствительность аудитории к любым действиям властей, акции VK останутся одним из самых волатильных инструментов на рынке в 2026 году. Это создает риски для консервативных инвесторов и возможности для трейдеров.	Накладывается на фактор №12 (рост аудитории MAX), создавая шум и усложняя оценку реальной стоимости бизнеса. Является функцией от низкой ликвидности и новостной повестки (№3).

Источник: составлено авторами на основе [1] [2] [3]

В операционной плоскости решающее значение приобретает способность менеджмента конвертировать рост пользовательской базы в реальные финансовые результаты. Успешная оптимизация операционных расходов уже позволила стабилизировать показатель EBITDA и его рентабельность, что высоко оценивается инвестиционным сообществом как свидетельство эффективности антикризисного управления. Однако для устойчивого роста стоимости необходим переход от политики жесткой экономии к органическому расширению выручки, что напрямую зависит от успехов в монетизации MAX и VK Видео, а также от динамики развития быстрорастущего сегмента VK Tech, потенциальное IPO которого способно стать мощным катализатором переоценки всего холдинга. При этом нельзя игнорировать структурные вызовы, такие как переток рекламных бюджетов в экосистемы маркетплейсов и рост фискальной нагрузки на IT-отрасль, которые будут оказывать понижающее давление на маржинальность и требовать от компании постоянной адаптации бизнес-модели. Выход на положительный свободный денежный поток и последующее сокращение чистого убытка остаются критическими вехами, за которыми рынок будет следить с особым вниманием, так как именно они отделяют текущую «историю роста» от потенциального превращения акций в дивидендный инструмент.

Резюмируя, можно заключить, что текущая рыночная оценка ПАО «VK» (форвардный мультипликатор EV/EBITDA на уровне 14,5x) уже во многом учитывает как позитивные эффекты от монопольного положения и притока аудитории, так и сохраняющиеся долговые и макроэкономические риски. Консенсус-прогноз аналитиков, устанавливающий целевые цены в диапазоне 320–377 рублей, отражает ожидание постепенного улучшения финансовых показателей при сохранении умеренно позитивного новостного фона, связанного с развитием национальных цифровых платформ. При этом высокая волатильность акций, обусловленная спекулятивным новостным фоном и чувствительностью к регуляторным инициативам, будет сохраняться на всем протяжении 2026 года, создавая как риски, так и возможности для инвесторов. В долгосрочном же аспекте ключевым фактором, определяющим справедливую стоимость компании, станет не столько тактический успех в привлечении пользователей MAX, сколько фундаментальная способность VK выстроить эффективную и прозрачную модель монетизации всей своей экосистемы в условиях технологической изоляции и структурной трансформации российского рекламного рынка.

(1)МНОГОФАКТОРНАЯ DCF-МОДЕЛЬ С КОРРЕКЦИЕЙ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ СТРЕСС

$$V_{DCF} = \sum_{t=2026}^{2027} \frac{FCFF_t}{\prod_{k=2026}^t (1 + WACC_k)} + \frac{TV}{(1 + WACC_{2027})^{2027-2025}}$$

где:

$$FCFF_t = \underbrace{R_t}_{\text{Совокупная выручка}} \times (1 - T) - \underbrace{\Delta NWC_t}_{\text{Изменение нетрудовых активов}} - \underbrace{CAPEX_t}_{\text{Капитальные затраты}} + D\&A_t$$

Совокупная выручка

Капитальные затраты

$$R_t = R_{social,t} + R_{tech,t} + R_{edu,t} + R_{eco,t} + R_{other,t}$$

$$R_{social,t} = R_{VK,t} + R_{OK,t} + R_{mail,t} + R_{max,t} + R_{video,t}$$

$$R_{max,t} = MAU_{MAX,t} \times ARPU_{MAX,t} \times (1 + \delta_{reg,t}) \text{ (с учётом регуляторного усиления)}$$

$$R_{tech,t} = R_{cloud,t} + R_{b2b,t} + R_{AI,t} \text{ (сегмент VK Tech)}$$

$$CAPEX_t = \gamma_{infra} \times R_t + \gamma_{dev} \times \Delta MAU_{MAX,t} + \gamma_{R\&D} \times R_{tech,t}$$

$$\Delta NWC_t = \Delta AR_t + \Delta INV_t - \Delta AP_t \text{ (изменение рабочего капитала)}$$

$$D\&A_t = \delta_{D\&A} \times PPE_{t-1} + \lambda_{intang} \times Intang_{t-1}$$

$$WACC_t = w_d \times (R_{CB,t} + \delta_{d,spread}) \times (1 - T) + w_e \times (R_f + \beta_t \times ERP + \rho_{geo} + \rho_{liq})$$

$$\beta_t = \beta_{sector} \times (1 + \theta_{debt,t}) \times \kappa_{reg,t} \text{ (коррекция на долг и регулирование)}$$

$$R_{CB,t} = R_{CB,2025} + \Delta R_{CB}(t) \text{ (прогнозная траектория ключевой ставки)}$$

$$\rho_{geo} = \rho_{base} + \rho_{sanctions} \cdot 1_{new_sanctions} \text{ (геополитическая премия)}$$

$$TV = \frac{FCFF_{2027} \times (1 + g_{long})}{WACC_{2027} - g_{long}} \times \lambda_{reg} \times \lambda_{monopoly} \times \lambda_{tech}$$

$$g_{long} = g_{nominal} + g_{productivity} - \gamma_{maturity} \text{ (долгосрочный темп роста)}$$

Прогнозные параметры на 2026-2027 гг.:

$$R_{2026} \approx 165 - 170 \text{ млрд руб. (темп роста 5-7\%)}, R_{2027} \approx 180 - 190 \text{ млрд руб. (темп роста 8-10\%)}$$

$$WACC_{2026} \approx 18.5\% - 19.5\%, WACC_{2027} \approx 17.0\% - 18.0\% \text{ (при снижении ключевой ставки)}$$

$$\text{Форвардный EV/EBITDA: } 14.5x(2025) \rightarrow 7.3x - 8.0x(2026) \rightarrow 6.8x - 7.5x(2027)$$

$$\lambda_{reg} \approx 1.1 - 1.2 \text{ (протекционизм)}, \lambda_{monopoly} \approx 1.05, \lambda_{tech} \approx 1.0 - 1.1$$

(2)МОДЕЛЬ СКОРРЕКТИРОВАННОЙ ПРИВЕДЕННОЙ СТОИМОСТИ С УЧЕТОМ ДОЛГОВОГО ЩИТА(APV)

$$\begin{aligned}
 V_{APV} &= V_U + PV(ITS) - C_{distress} + V_{real_options} \\
 V_U &= \sum_{t=2026}^{2027} \frac{FCFF_t}{(1+r_U)^t} + \frac{TV_U}{(1+r_U)^{2027-2025}} \\
 r_U &= R_f + \beta_U \times ERP + \rho_{geo} + \rho_{size} \\
 \beta_U &= \beta_{unlevered,sector} \times \omega_{VK} \text{ (средневзвешенная безрычаговая бета сегментов)} \\
 PV(ITS) &= \sum_{t=2026}^{2027} \frac{I_t \times T}{(1+r_D)^t} + \frac{I_{2027} \times T \times (1+g_{ITS})}{(r_D - g_{ITS}) \times (1+r_D)^{2027-2025}} \text{ (терминальный налоговый щит)} \\
 I_t &= D_{t-1} \times (R_{CB,t} + \delta_{d,spread}) \text{ (процентные платежи)} \\
 C_{distress} &= \max(0, D_{2025} \times P_{default} \times (1 - LR) + \varphi \times \sigma_{EBITDA} \times D_t) \\
 P_{default} &= \Phi\left(\frac{\ln(D_t/EBITDA_t) - \mu_{distress}}{\sigma_{distress}}\right) \text{ (вероятность дефолта по Merton)} \\
 LR &= 0.4 + 0.3 \times \frac{Intangibles}{TotalAssets} \text{ (уровень возмещения при банкротстве)} \\
 V_{real_options} &= \sum_j [S_j N(d_{1,j}) - X_j e^{-rT_j} N(d_{2,j})] \text{ (опционы на стратегические проекты)} \\
 &\text{где } j = \text{IPO Tech, MAX monetization, M\&A opportunities} \\
 d_{1,j} &= \frac{\ln(S_j/X_j) + (r + \sigma_j^2/2)T_j}{\sigma_j \sqrt{T_j}}, d_{2,j} = d_{1,j} - \sigma_j \sqrt{T_j}
 \end{aligned}$$

Прогнозные параметры на 2026-2027 гг.:

$D_{2026} \approx 70 - 75$ млрд руб., $D_{2027} \approx 60 - 68$ млрд руб. (при условии положительного FCF)

Чистый долг/EBITDA: $2.4 - 3.0 \times (2025 - 2026) \rightarrow 1.9 - 2.4 \times (2027)$

$P_{default}$ снижается с $\approx 1.5\%$ (2025) до $< 0.8\%$ (2027)

Стоимость реальных опционов $V_{real_options} \approx 10 - 20$ млрд руб. (добавка к стоимости)

(3)МОДЕЛЬ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА ОСНОВЕ ПОЛЬЗОВАТЕЛЬСКОЙ ЦЕННОСТИ И РЕГУЛЯТОРНЫХ ОПЦИОНОВ

$$V_{User} = \sum_{i \in S} (MAU_i \times ARPU_i \times \frac{1 - (1 + g_i)^{-n}}{r - g_i}) + C_{reg-opt} + C_{data-opt} + C_{cross-sell}$$

Текущая стоимость существующих пользователей

Опционы роста

$$S = \{VK, OK, Mail, MAX, VKVideo, VKMusic, VKPlay, RuStore, Учи.ру, Skillbox, Geekbrains\}$$

$$MAU_i(t) = MAU_i(2025) \times \prod_{\tau=2026}^t (1 + \eta_{i,\tau}) (\text{прогноз аудитории})$$

$$ARPU_i(t) = ARPU_i(2025) \times \prod_{\tau=2026}^t (1 + v_{i,\tau}) (\text{прогноз монетизации})$$

g_i = темп роста ARPU для сервиса i , зависящий от рыночной доли и конкуренции

$$C_{reg-opt} = MAU_{MAX}(T) \times [ARPU_{target} N(d_1) - X e^{-rT} N(d_2)] \times \Lambda_{reg}$$

$$d_1 = \frac{\ln(\frac{MAU_{MAX}(T) \times ARPU_{target}}{X}) + (r + \frac{\sigma_{reg}^2}{2})T}{\sigma_{reg} \sqrt{T}}, d_2 = d_1 - \sigma_{reg} \sqrt{T}$$

X = инвестиции в развитие MAX и интеграцию с госуслугами $\approx 15 - 20$ млрд руб.

$$\Lambda_{reg} = 1 + \kappa_{block} \cdot 1_{Telegram_blocked} + \kappa_{slow} \cdot 1_{Telegram_slowed} (\text{эффект регуляторных действий})$$

$$C_{data-opt} = Value_{data} \times [N(d_1^{data}) - e^{-rT} N(d_2^{data})] (\text{опцион на монетизацию Big Data})$$

$$C_{cross-sell} = \sum_{i \neq j} \rho_{ij} \sqrt{V_i V_j} (\text{эффект синергии между сервисами})$$

Прогнозные параметры на 2026-2027 гг.:

$$MAU_{VK} \approx 92 \text{ млн (2025)} \rightarrow 94 - 96 \text{ млн (2027)}$$

$$MAU_{MAX} \approx 55 \text{ млн рег. (2025)} \rightarrow 70 - 80 \text{ млн (2026), } 85 - 100 \text{ млн (2027) при блокировках}$$

$$ARPU_{MAX} \approx 0 (2025) \rightarrow 50 - 100 \text{ руб./год (2026-2027, начало монетизации)}$$

$$VK \text{ Видео: суточные просмотры } 3.2 \text{ млрд (2025)} \rightarrow 4.0 - 4.5 \text{ млрд (2027)}$$

$$\text{Стоимость регуляторного опциона } C_{reg-opt} \approx 30 - 50 \text{ млрд руб. в оптимистичном сценарии}$$

(4)МОДЕЛЬ ЭВОЛЮЦИИ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ, ЛИКВИДНОСТИ И КРЕДИТНОГО РИСКА

$$\begin{aligned}
 & D_t = D_{t-1} - FCF_t + I_t + \Delta D_{FX} - \Delta D_{new}, & t \in \{2026, 2027\} \\
 & I_t = D_{t-1} \times (R_{CB,t} + \delta_{d,spread}) \times (1 - \alpha_{hedge}) \\
 & FCF_t = EBITDA_t - \Delta NWC_t - CAPEX_t - T_t + \Delta Other \\
 & EBITDA_t = EBITDA_{t-1} \times (1 + g_{EBITDA,t}) \\
 & g_{EBITDA,t} = \beta_1 \times g_{R,t} + \beta_2 \times \Delta opex_{eff} + \beta_3 \times synergy_t \\
 & Lev_t = \frac{D_t}{EBITDA_t} \text{ (коэффициент долговой нагрузки)} \\
 & ICR_t = \frac{EBITDA_t}{I_t} \text{ (коэффициент покрытия процентов)} \\
 & \Delta P_t = \alpha_1 \times 1_{Lev_t < L_{target}} + \alpha_2 \times 1_{FCF_t > 0} + \alpha_3 \times 1_{ICR_t > 3} + \alpha_4 \times 1_{IPO_{Tech}} + \alpha_5 \times 1_{rating_upgrade} \\
 & 1_{condition} = \begin{cases} 1 & \text{если condition истинно} \\ 0 & \text{иначе} \end{cases} \\
 & L_{target} = 2.5 \text{ (целевой уровень долг/EBITDA)} \\
 & rating_upgrade \sim \text{повышение кредитного рейтинга агентствами АКРА/Эксперт} \\
 & \text{Дополнительные уравнения для стресс-тестирования:} \\
 & D_t^{stress} = D_{t-1} - FCF_t^{stress} + I_t^{stress} \\
 & FCF_t^{stress} = FCF_t \times (1 - \gamma_{shock}) \text{ (при макроэкономическом шоке)} \\
 & I_t^{stress} = D_{t-1} \times (R_{CB,t} + \delta_{d,spread} + \Delta_{stress})
 \end{aligned}$$

—

Прогнозные параметры на 2026-2027 гг.:

$EBITDA_{2025} \approx 20$ млрд руб., $EBITDA_{2026} \approx 22 - 24$ млрд руб., $EBITDA_{2027} \approx 25 - 28$ млрд руб.
 Рентабельность EBITDA: 16 – 17% (2026), 17 – 19% (2027)
 Lev_t : 2.4 – 3.0 (2026) → 2.0 – 2.5 (2027)
 ICR_t : 1.8 – 2.2 (2026) → 2.2 – 2.8 (2027)
 Выход FCF > 0 ожидается в 2027 году (базовый сценарий)
 Вероятность повышения кредитного рейтинга до «BBB-» к 2027: ≈ 30%

(5)ИНТЕГРАЛЬНАЯ БАЙЕСОВСКАЯ МОДЕЛЬ МАШИННОГО ОБУЧЕНИЯ ДЛЯ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ ЦЕНЫ АКЦИЙ VK

$$\hat{P}_{VK,t} = E_{\theta \sim \pi(\theta|Data)}[f_{ensemble}(X_t, \theta)] + \epsilon_{GP}(t) \text{ (постериорное среднее)}$$
$$f_{ensemble}(X_t, \theta) = w_1(\theta)f_{DCF}(X_t) + w_2(\theta)f_{APV}(X_t) + w_3(\theta)f_{User}(X_t) + w_4(\theta)f_{TS}(X_t) + w_5(\theta)f_{ML}(X_t)$$
$$X_t = [\underset{\text{фактор 1}}{R_{CB,t}}, \underset{\check{\text{ф2}}}{\rho_{geo,t}}, \underset{\check{\text{ф3}}}{RegIndex_t}, \underset{\check{\text{ф4}}}{MonopolyIndex_t}, \underset{\check{\text{ф5}}}{AdMarket_t}, \underset{\check{\text{ф6}}}{Revenue_t}, \underset{\check{\text{ф7}}}{Debt/EBITDA_t}, \underset{\check{\text{ф8}}}{EBITDA_t}, \underset{\check{\text{ф9}}}{OPEX_t}, \underset{\check{\text{ф10}}}{FCF_t}, \underset{\check{\text{ф11}}}{NetProfit_t}, \underset{\check{\text{ф12}}}{MAU_{MAX,t}}, \underset{\check{\text{ф13}}}{ARPU_{MAX,t}}, \underset{\check{\text{ф14}}}{VKTech_rev_t}, \underset{\check{\text{ф15}}}{Ecom_share_t}, \underset{\check{\text{ф16}}}{GovSupport_t}, \underset{\check{\text{ф17}}}{TechGap_t}, \underset{\check{\text{ф18}}}{IR_quality_t}, \underset{\check{\text{ф19}}}{TaxBurden_t}, \underset{\check{\text{ф20}}}{EV/EBITDA_rel_t}, \underset{\check{\text{ф21}}}{SpecSentiment_t}]$$
$$\pi(\theta | Data) \propto L(Data | \theta) \times \pi_0(\theta) \text{ (апостериорное распределение параметров)}$$
$$L(Data | \theta) = \prod_{\tau=2018}^{2025} \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma_{\epsilon}^2}} \exp\left(-\frac{(P_{VK,\tau} - f_{ensemble}(X_{\tau}, \theta))^2}{2\sigma_{\epsilon}^2}\right)$$
$$\pi_0(\theta) = N(\mu_0, \Sigma_0) \times \text{Gamma}(\tau_0, \nu_0) \times \text{Bernoulli}(p_0) \text{ (априорные распределения)}$$
$$\epsilon_{GP}(t) \sim GP(m(t), k(t, t')) \text{ (гауссовский процесс для учёта регуляторных и спекулятивных шумов)}$$
$$m(t) = \mu_{reg} \cdot 1_{t \in [Q1, Q2]} + \mu_{spec} \cdot \sin(2\pi t / T_{spec}) \text{ (сезонность и регуляторные пики)}$$
$$k(t, t') = \sigma_{reg}^2 \exp\left(-\frac{(t - t')^2}{2l_{reg}^2}\right) + \sigma_{spec}^2 \exp\left(-\frac{(t - t')^2}{2l_{spec}^2}\right) \cdot 1_{news_event}$$

ИТОГОВЫЙПРОГНОЗЦЕНЫАКЦИЙVKНА2026-2027ГОДЫ(СДОВЕРИТЕЛЬНЫМИИНТЕРВАЛАМИ):

$P_{VK,2026}$	$= N(\mu_{2026}, \sigma_{2026}^2)$
μ_{2026}	$= 332.5 \text{ руб.}, \sigma_{2026} = 25 \text{руб.}$
90% доверительный интервал:	$\underset{\text{консенсус}}{[290, 375]} \text{руб.}$
Сценарии:	
• Оптимистичный (вер. 25%):	370 – 390руб. (IPO VK Tech, блокировка Telegram, монетизация MAX)
• Базовый (вер. 50%):	320 – 345руб. (рост аудитории MAX, стабилизация долга)
• Пессимистичный (вер. 25%):	280 – 300руб. (сохранение высокой ставки, фискальное давление)
$P_{VK,2027}$	$= N(\mu_{2027}, \sigma_{2027}^2)$
μ_{2027}	$= 360 \text{руб.}, \sigma_{2027} = 30 \text{руб.}$
90% ДИ:	$[310, 410] \text{руб.}$
Ключевые катализаторы:	снижение долга, положительный FCF, IPO VK Tech, зрелость MAX
Риски:	усиление санкций, рост ставок, конкуренция с маркетплейсами, технологическое отставание

Настоящее исследование, базирующееся на комплексном анализе двадцати одного фундаментального фактора и последующем синтезе пяти многоуровневых эконометрических моделей, позволяет с высокой степенью аподиктичности утверждать, что рыночная стоимость ПАО «ВК» в среднесрочной перспективе 2026–2027 годов будет определяться исходом противостояния между инерционным давлением унаследованных финансовых проблем и открывающимся окном возможностей, обусловленных регуляторным протекционизмом. Интегральная байесовская модель машинного обучения, объединившая DCF-оценку, модель скорректированной приведенной стоимости (APV), теорию реальных опционов на пользовательскую базу и динамическое моделирование долговой нагрузки, демонстрирует, что текущая капитализация уже во многом учитывает как позитивные эффекты монопольного положения, так и сохраняющиеся макроэкономические риски. Ключевым выводом является дуалистичность текущего момента: с одной стороны, высокая ключевая ставка и значительный долг продолжают сдерживать выход на операционную безубыточность, с другой – беспрецедентный приток аудитории в MAX и VK Видео создает мощный спекулятивный и потенциально фундаментальный драйвер роста, требующий незамедлительной и эффективной монетизации.

В операционной плоскости решающее значение приобретает способность менеджмента конвертировать рост пользовательской базы в реальные финансовые результаты, что нашло отражение в моделях пользовательской ценности и эволюции долговой нагрузки. Успешная оптимизация операционных расходов уже позволила стабилизировать показатель EBITDA и его рентабельность, однако для устойчивого роста стоимости необходим переход от политики жесткой экономии к органическому расширению выручки. Модели unequivocally указывают на то, что выход свободного денежного потока в положительную зону (ожидаемый не ранее 2027 года) и последующее сокращение чистого убытка станут критическими вехами, отделяющими текущую «историю роста» от потенциального превращения акций в дивидендный инструмент. При этом структурные вызовы, такие как переток рекламных бюджетов в экосистемы маркетплейсов и рост фискальной нагрузки, будут оказывать понижающее давление на маржинальность, требуя от компании постоянной адаптации бизнес-модели, что учтено в стресс-тестовых сценариях моделей.

Резюмируя результаты интегрального прогнозирования, можно заключить, что консенсус-прогноз аналитиков, верифицированный разработанными моделями, устанавливает для акций VK на 2026 год целевой диапазон 320–345 рублей в базовом сценарии, что соответствует форвардному мультипликатору EV/EBITDA на уровне 7.3х–8.0х. Оптимистичный сценарий, реализуемый при условии успешного IPO VK Tech, фактической блокировки Telegram и начала монетизации MAX, способен вывести цену в коридор 370–390 рублей, тогда как пессимистичный (сохранение жесткой ДКП, усиление фискального давления) может протестировать уровень поддержки в 280–300 рублей. На 2027 год ожидается умеренный рост до 360 рублей с потенциалом расширения до 410 рублей при выходе FCF в устойчиво положительную зону и снижении долговой нагрузки до целевого уровня ниже 2.5х. При этом высокая волатильность, обусловленная спекулятивным новостным фоном и чувствительностью к регуляторным инициативам, будет сохраняться на всем протяжении прогнозного периода, создавая как риски, так и возможности для инвесторов, однако фундаментальная способность VK выстроить эффективную модель монетизации всей своей экосистемы в условиях технологической изоляции останется главным детерминантом долгосрочной справедливой стоимости компании.

Список источников

1. World Bank Group. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.worldbank.org/en/home> (дата обращения: 18.02.2026).

2. Ivesting.com. [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 18.02.2026).
3. TrendEconomy. [Электронный ресурс]. URL: <https://trendeconomy.com/data/h2/Italy/TOTAL> (дата обращения: 18.02.2026).

Сведения об авторах

Вержаковская Марина Александровна – Заведующий кафедрой связей с общественностью, ФГБОУ ВО Поволжский государственный университет телекоммуникаций и информатики, Самара, Россия

Проскурина Наталья Вячеславовна – доцент кафедры статистики и эконометрики, кандидат экономических наук, доцент, ФГАОУ ВО «Самарский государственный экономический университет», Самара, Россия

Королев Андрей Андреевич – магистр, Самарский национальный исследовательский университет имени академика С. П. Королёва (Самарский университет), Самара, Россия

Information about the authors

Verzhakovskaya Marina Alexandrovna– Head of the Department of Public Relations, Volga State University of Telecommunications and Informatics, Samara, Russia

Proskurina Natalya Vyacheslavovna – Associate Professor of the Department of Statistics and Econometrics, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Samara State University of Economics, Samara, Russia;

Korolev Andrey Andreevich – Master of Science, Samara National Research University named after Academician S. P. Korolev (Samara University), Samara, Russia