

Золото



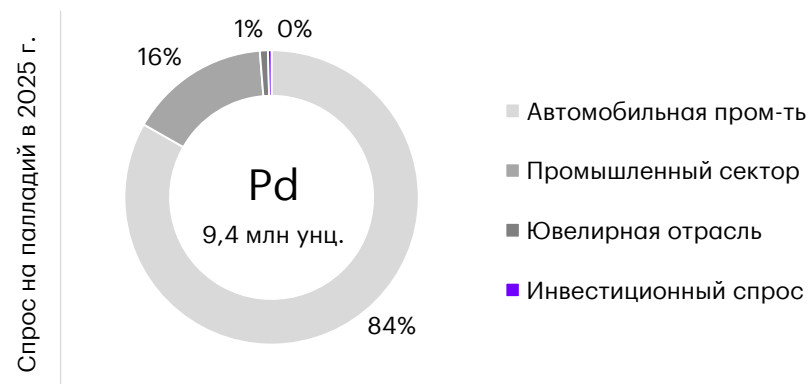
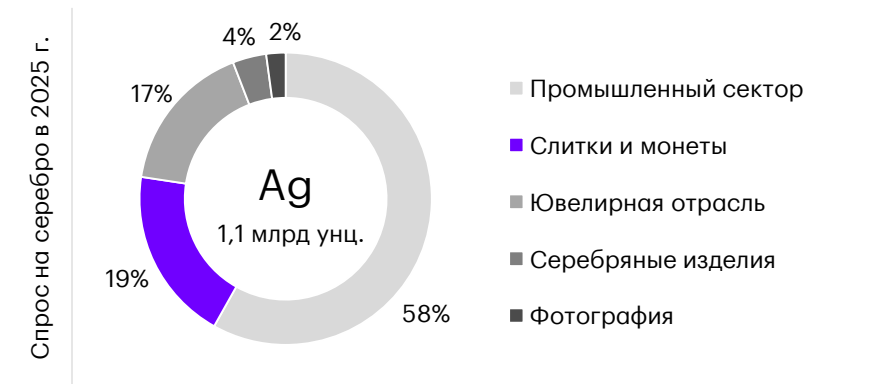
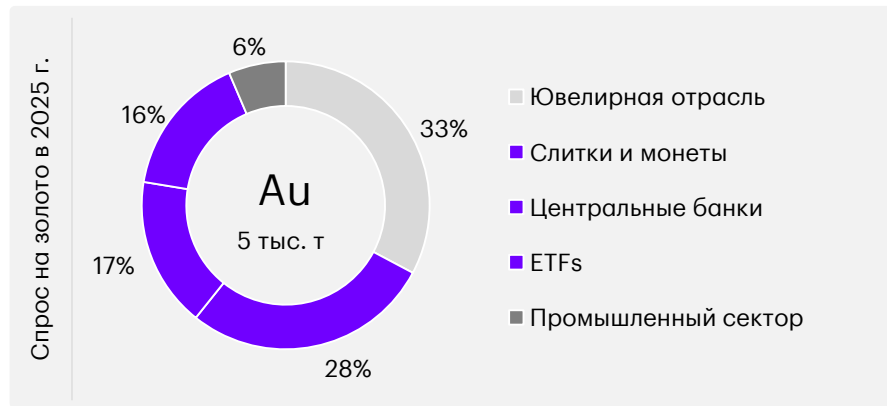
Актив для защиты капитала

Во вторник, 29 сентября, мы провели вебинар по золоту. В этой презентации собраны ключевые слайды с мероприятия — по рынку и по доступным инструментам инвестирования.

Цены на золото снизились из-за ухудшения прогнозов по инфляции в США. Для возврата к росту необходима нормализация мировой геополитики и снижение цен на углеводороды.

На фоне стремительного роста мирового долга сохраняем позитивный долгосрочный взгляд на золото как на инструмент для эффективной диверсификации портфеля.

Структура спроса: золото отличается от других драгоценных металлов

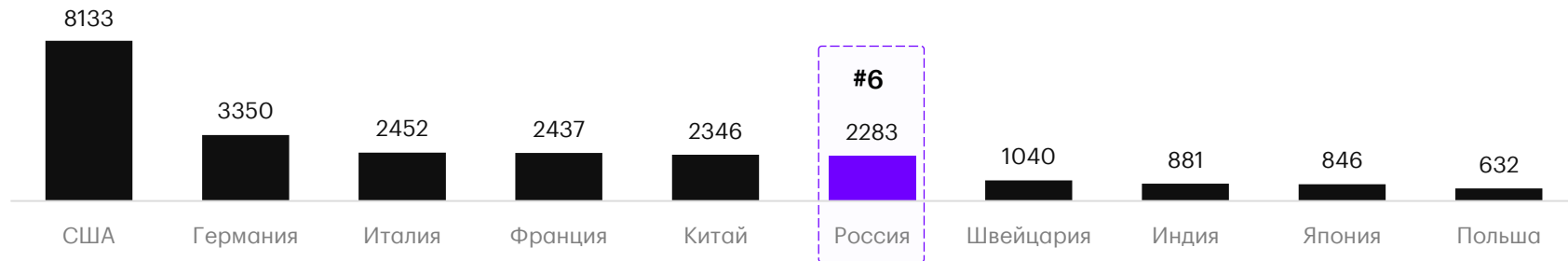


Россия — один из ключевых производителей золота



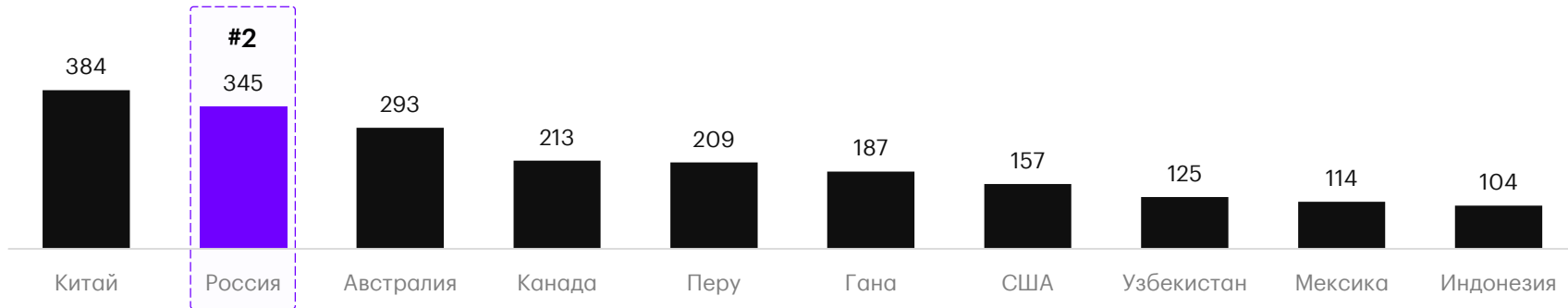
6-е место по запасам золота по итогам 1-го полугодия 2026 г.

тонн



2-е место по объему производства по итогам 2025 г.

тонн

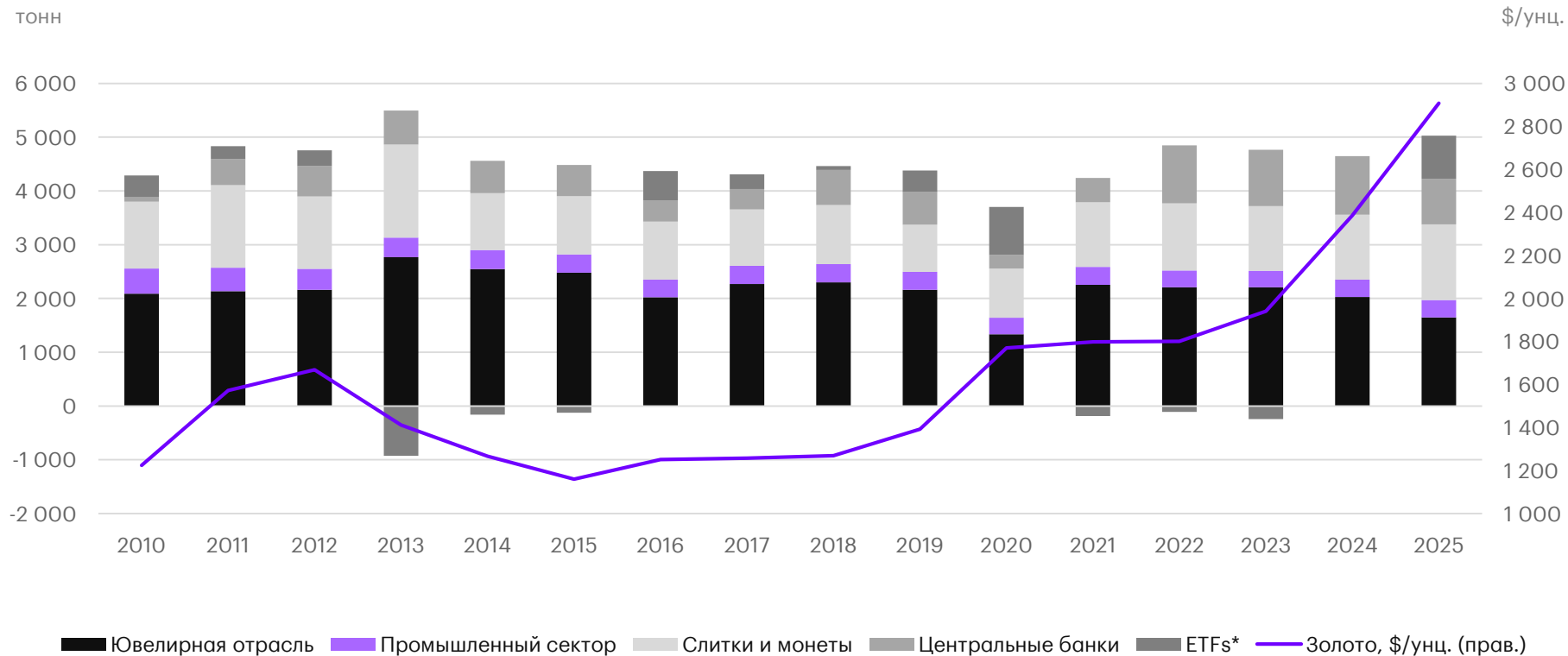


Рынок золота: история и современность*



* на слайде представлены оценочные суждения аналитиков АТОН относительно исторической динамики цен на золото, доходность в прошлом не гарантирует доходность в будущем
Источник: Cbonds, оценки АТОН

Гибкая структура спроса на золото



В 2025 году рынок золота составил \$405 млрд

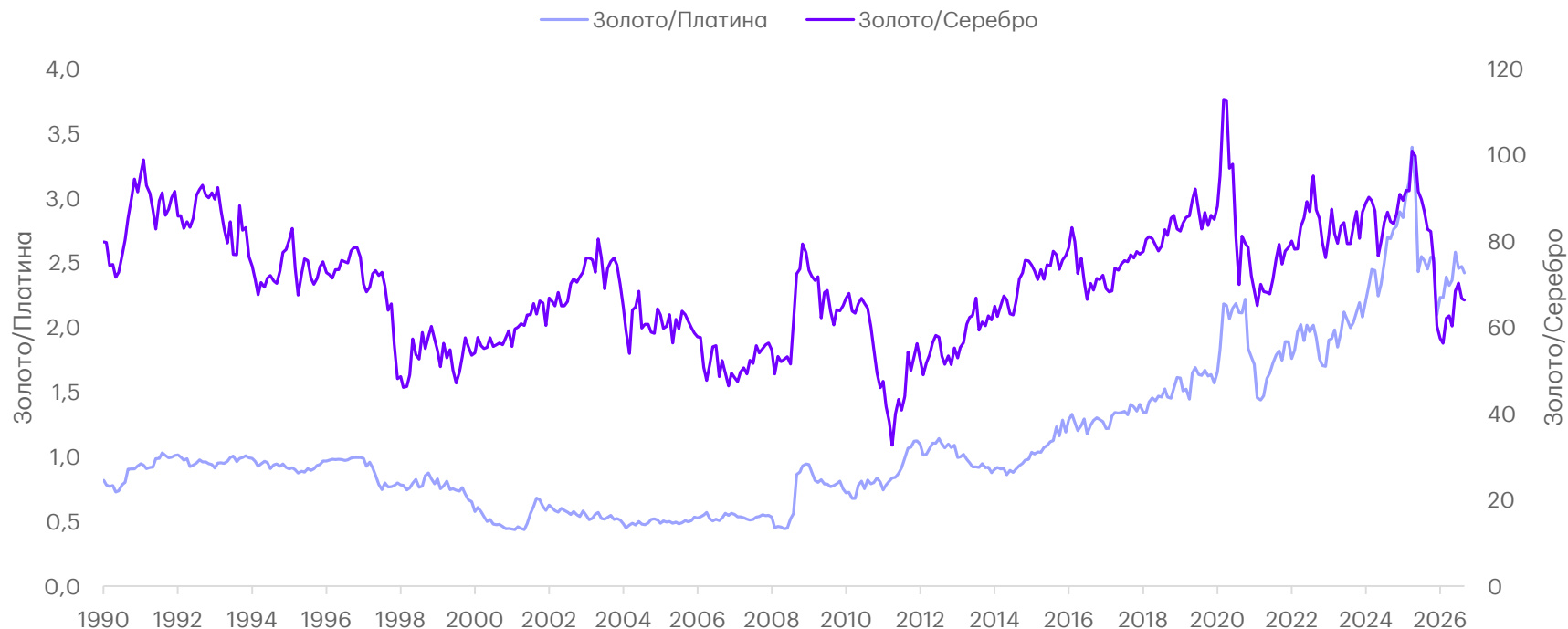


Стоимость годового мирового производства в 2025 году в средних ценах 2025 года, \$ млрд



Рост стоимости золота относительно серебра и платины

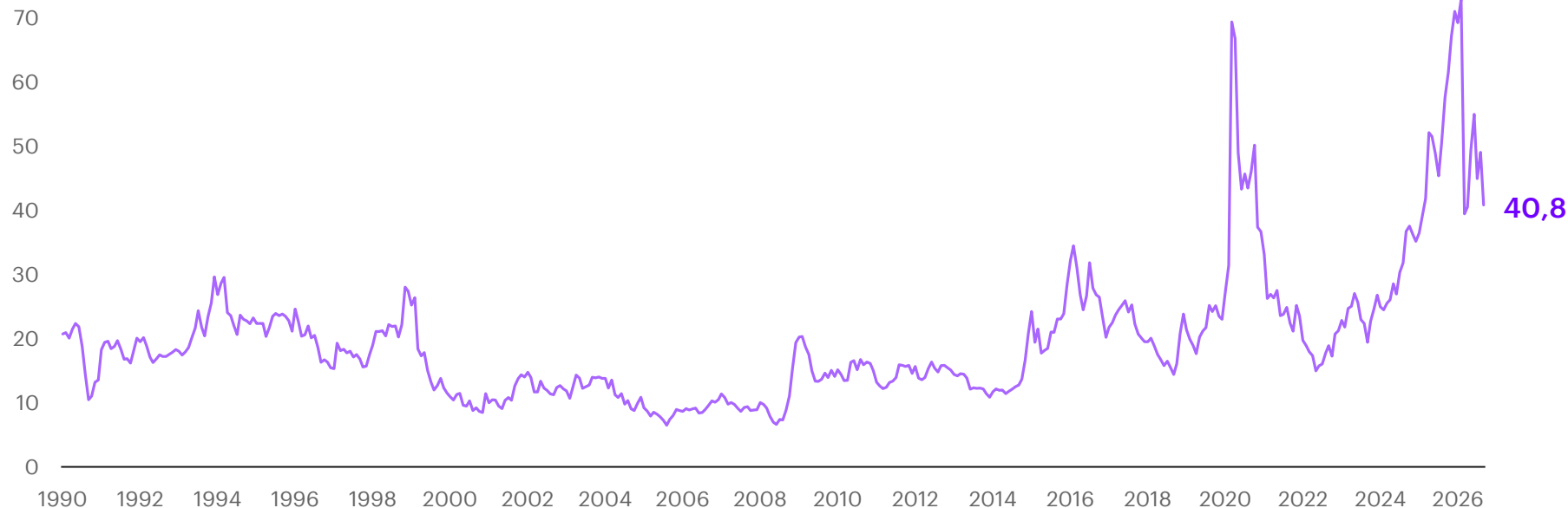
Стоимость золота в унциях серебра и платины*



* Количество унций серебра и платины LME, которое можно приобрести за унцию золота XAU
Источник: Всемирный совет по золоту, Metals Focus, оценки АТОН

Стоимость золота в баррелях нефти

40 баррелей нефти можно приобрести на одну унцию золота (при цене нефти Brent \$105 за баррель), что в 2 раза выше среднего исторического показателя.*



Стоимость золота в килограммах меди

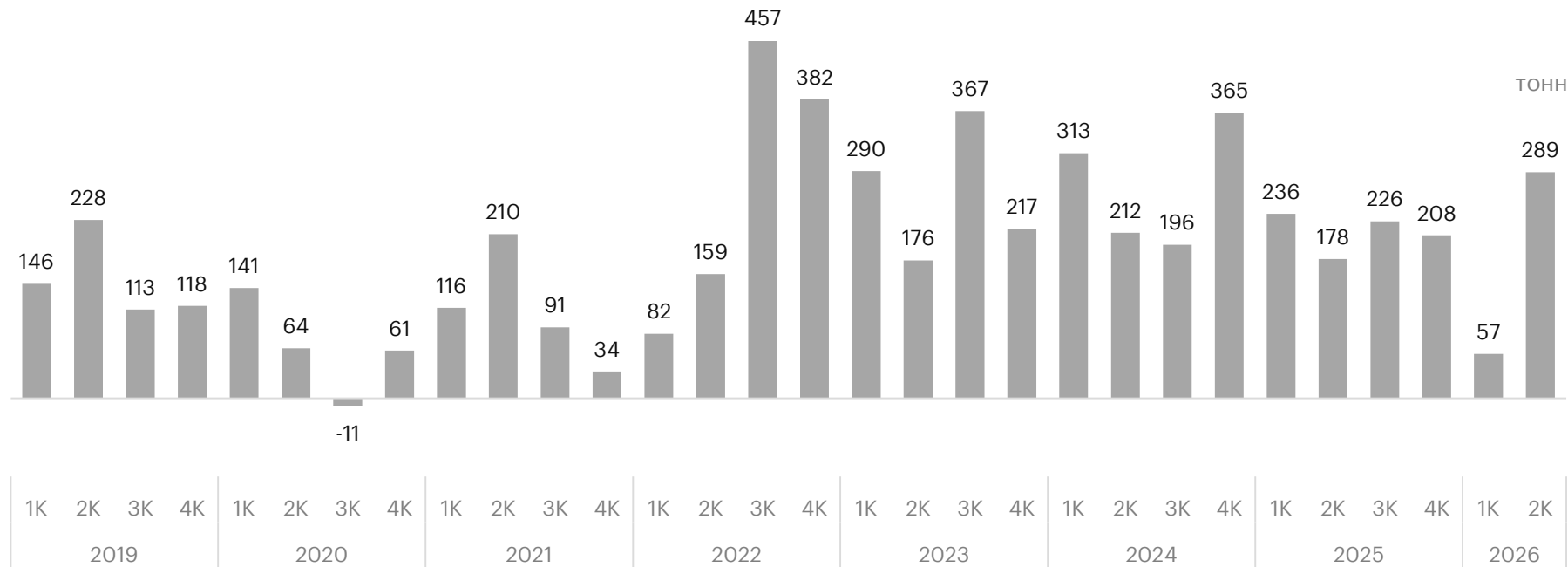
292 кг меди можно приобрести за унцию золота — в 1,5 раз выше исторического среднего показателя.*



Покупки золота центральными банками остаются стабильно высокими



Спрос на золото со стороны мировых ЦБ в 2019–2026 гг.*



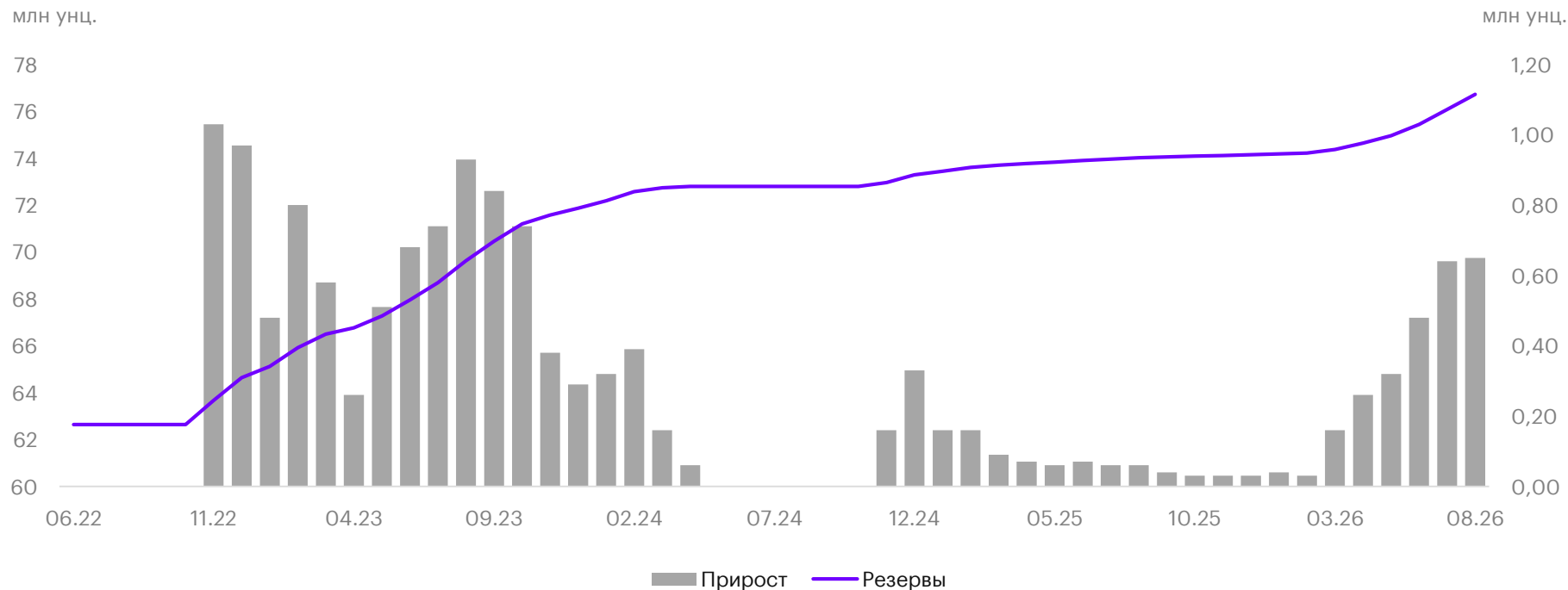
* <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q2-2026/central-banks>

Источник: Всемирный совет по золоту, оценки АТОН

Покупки золота ЦБ Китая снова выросли



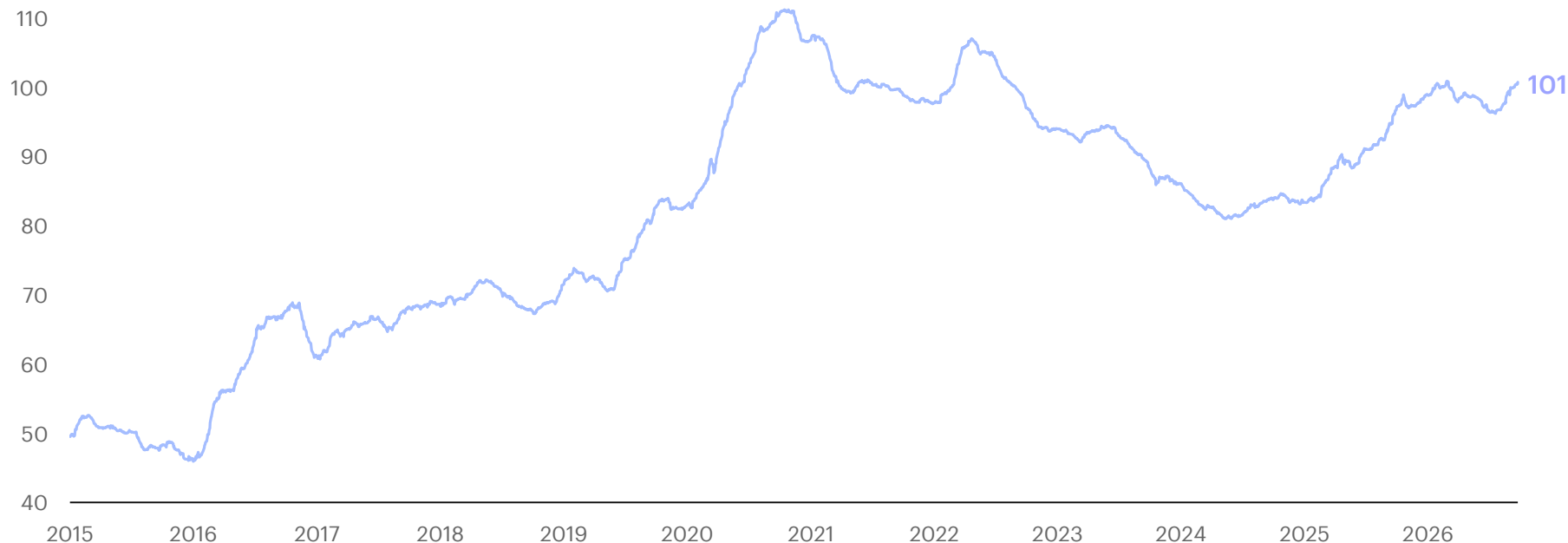
В августе рост запасов золота был максимальным с октября 2023 г.



Крупнейшие биржевые фонды продолжают покупать золото



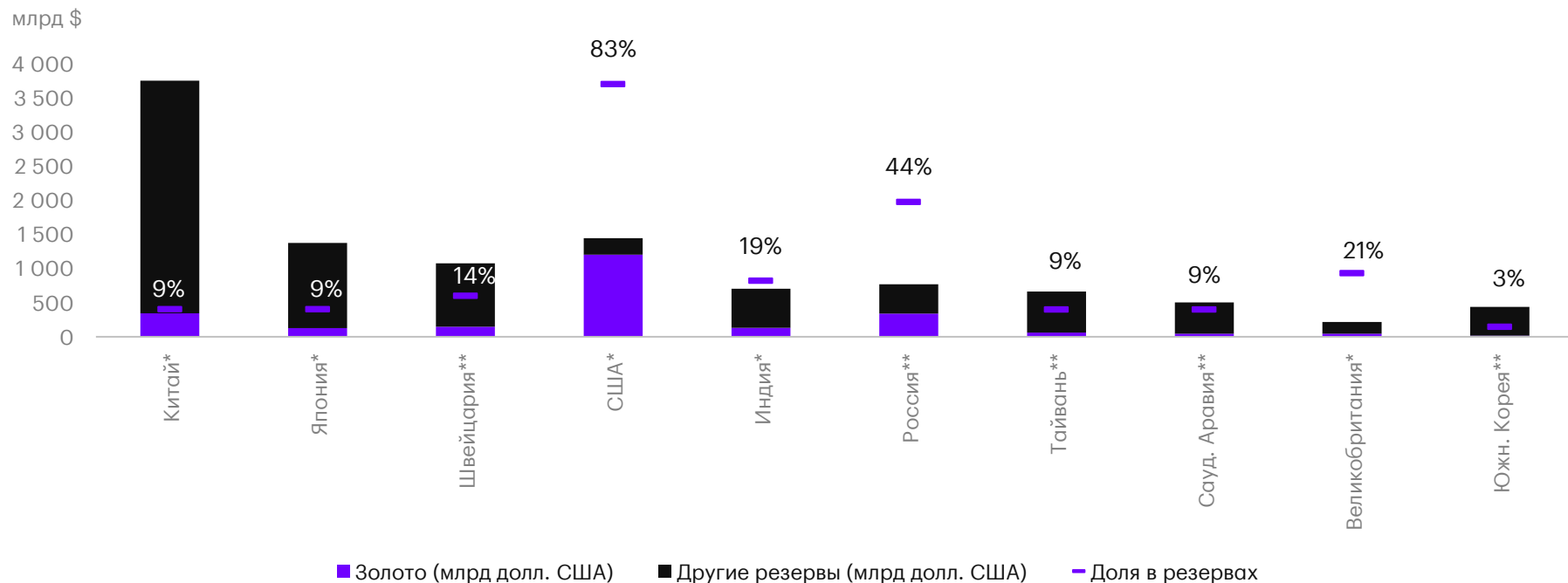
На сегодняшний день запасы золота в фондах составляют около 101 млн унций, что соответствует более 430 млрд долларов США*



* По данным на 25 сентября 2026 года
Источник: Всемирный совет по золоту, Metals Focus, оценки АТОН

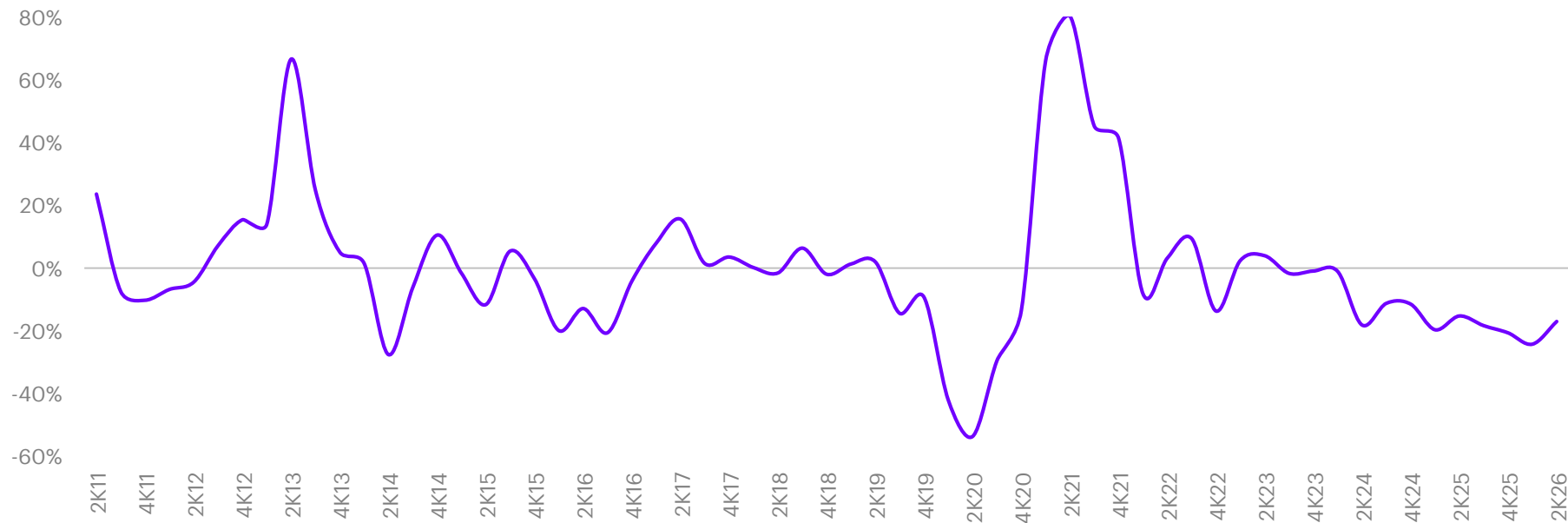
Сохранение потенциала спроса на золото со стороны ЦБ

Приблизительная доля золота в запасах стран с крупнейшими золотовалютными резервами

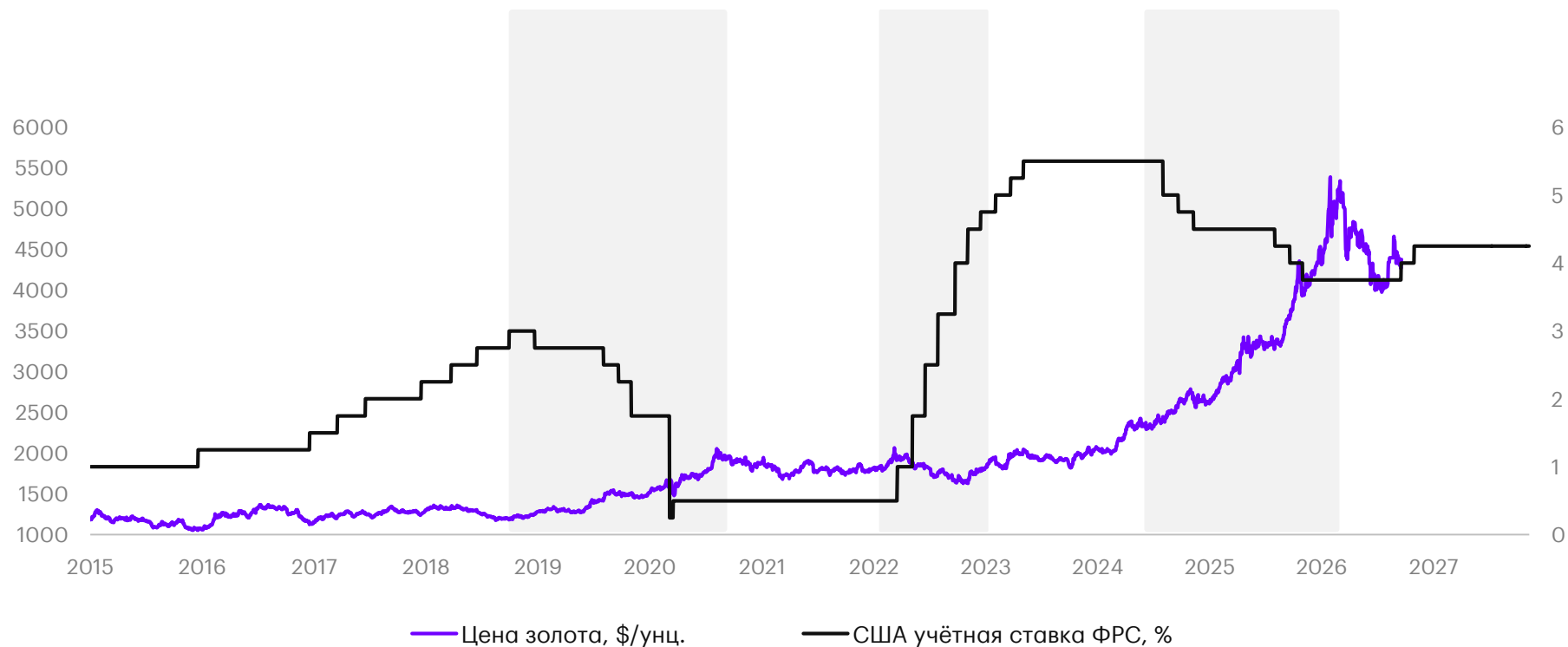


Ювелирный спрос на рекордно низких уровнях 2020 года

Динамика ювелирного спроса на золото в весовом выражении по кварталам, г/г



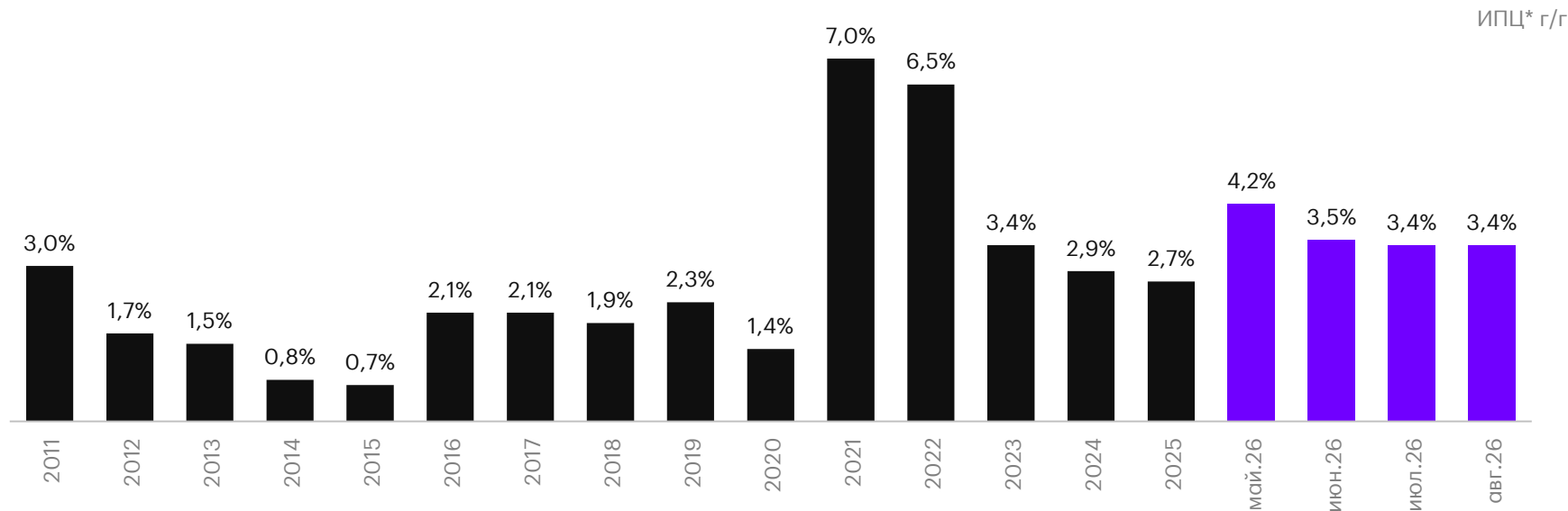
Негативная корреляция ставки ФРС США и цен на золото



Причина — рост инфляции в США из-за роста цен на энергоносители



Инфляция в США ускорилась в мае (+4,2%) из-за удорожания энергоносителей и роста цен в секторе услуг и стабилизировалась на уровне 3,4% в июле-августе



Высокие ставки увеличивают стоимость долга США



123%

отношение госдолга США
к ВВП в 2025 году

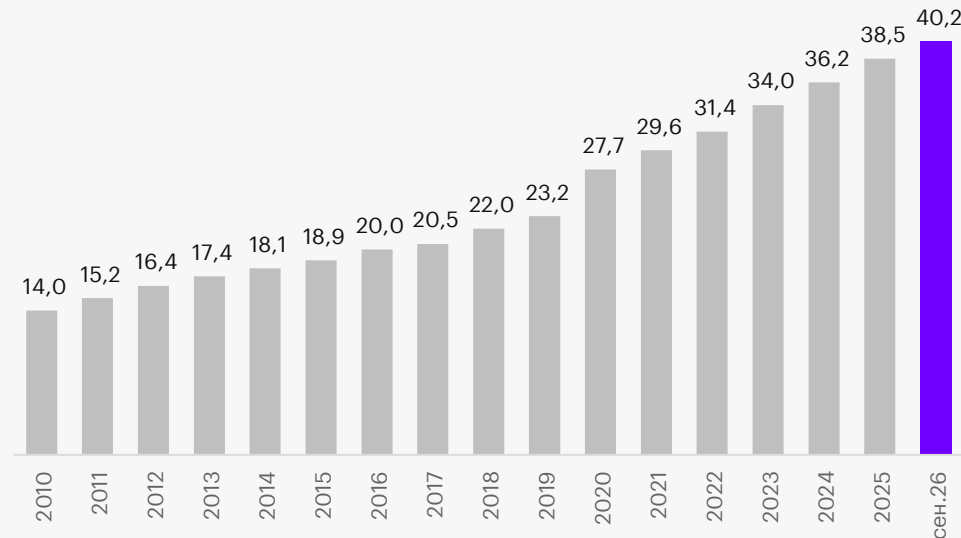
\$1,2 трлн

достигли годовые проценты по госдолгу
США — это сопоставимо с оборонными
расходами или Medicare**

18,5%

доходов федерального бюджета США
ушло на выплату процентов по госдолгу,
что является рекордом с 1940 г.

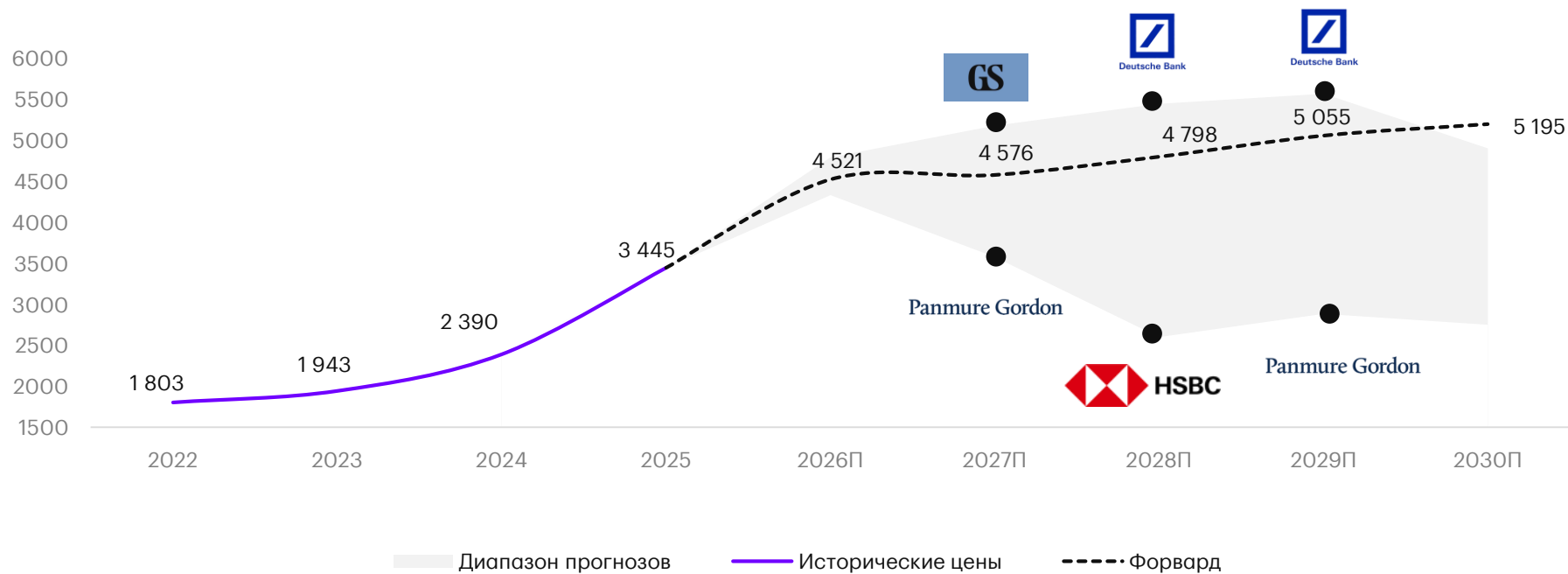
Размер государственного долга
США достиг \$40,2 трлн*



* По состоянию на 25 сентября 2026 года ** национальная программа медицинского страхования в США для лиц от 65 лет и старше
Источник: Cbonds, Congressional Budget Office, «Коммерсантъ», оценки АТОН

Консенсус-прогнозы цены на золото

Прогнозные цены на золото, \$/унц.*



* наступление прогнозных показателей не гарантируется, по данным на 25 сентября 2026 года

** в рамках этого материала под форвардом понимается фиксированная стоимость, о которой стороны договариваются сегодня для проведения сделки купли-продажи в конкретный день в будущем

Источник: Cbonds, данные компаний, оценки АТОН

Доступные инструменты для инвестирования в «российском периметре»*



	Инструмент	Цена к споту**	Комиссия***	Ликвидность
Банки	Слитки 	+2–4%	—	Средняя
	Монеты 	+5–20%	—	Низкая
	ОМС	+2–7%	-1,75–0%	Высокая
Мосбиржа	Спотовый контракт GLDRUB_TOM	+0–4%	—	Высокая
	Биржевые фонды	Ошибка слежения -0,01%	0,5–2%	Высокая
	Акции 	—	—	Высокая
	«Золотые» облигации	—	—	Высокая
	Фьючерсы****	—	0–0,1%	Высокая

* не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией ** цена инструмента относительно рыночной цены золота XAU, ориентировочные оценки, не являются официальными универсальными условиями для всех инструментов данного класса *** ориентировочные оценки, не являются официальными универсальными условиями для всех инструментов данного класса ****. Спецификации и ключевые информационные документы по фьючерсным контрактам размещены на сайте ПАО Московская Биржа <https://www.moex.com/a1563>, <https://www.moex.com/s3222>. Также рекомендуем ознакомиться с рисками, связанными с инвестированием в указанный финансовый инструмент, в Декларации о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, заключением договоров, являющихся производными финансовыми инструментами на <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>.

Источник: Мосбиржа, Investing.com, оценки АТОН

Доступные инструменты для инвестирования во «внешнем контуре»*



ETF на золото

SPDR Gold Shares (GLD) — крупнейший в мире фонд с физическим обеспечением.

Более 30% всех активов ETF на золото (\$145 млрд). Расходы фонда — 0,4% от стоимости активов в год.

\$435 млрд

Составляют активы
ETF на золото

ETF на золотодобытчиков

VanEck Gold Miners (GDX) и **VanEck Junior Gold Miners (GDXJ)** — наиболее ликвидные ETF на мировых производителей золота.

>10

Различных ETF на акции
золотодобывающих компаний

Акции производителей золота

Newmont (NEM), Agnico Eagle Mines (AEM), Barrick Gold (GOLD), Anglo Gold Ashanti (AU) и другие крупные компании.

Отдельный сегмент юниоров
(геологоразведчиков) на биржах
Канады и Австралии

>40

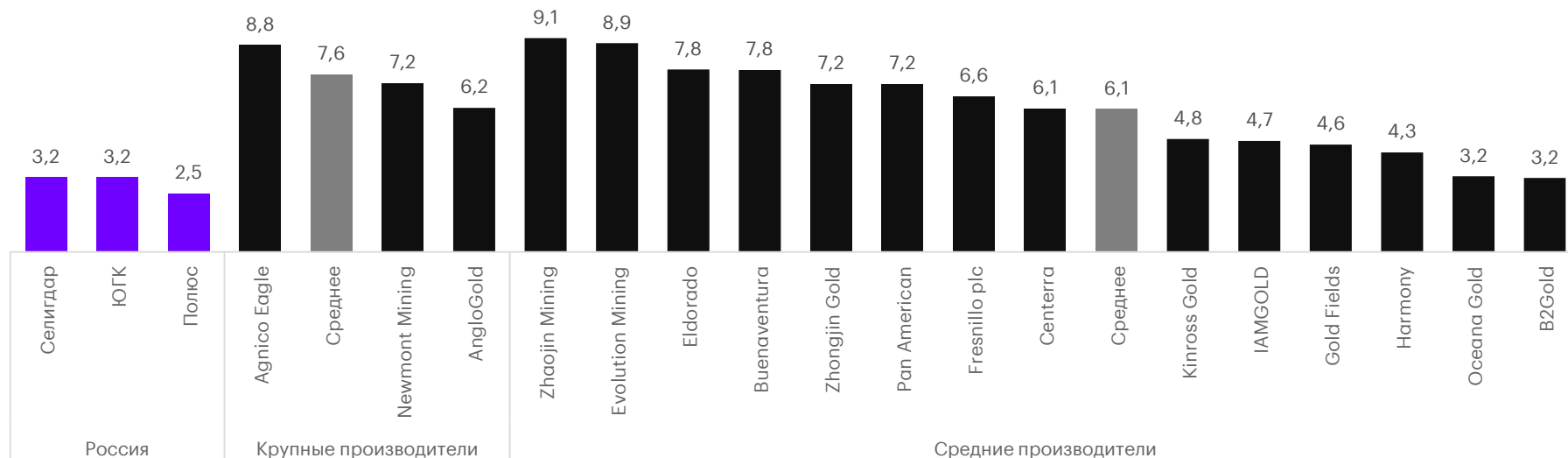
Относительно крупных публичных
производителей золота

* инструменты, доступные за пределами российского рынка. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией
Источник: Мосбиржа, Investing.com, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы EV/EBITDA

При цене золота \$4 500 за унцию

Российские компании торгуются с существенным дисконтом по EV/EBITDA 2026П





Андрей Лобазов
Управляющий директор

+7 (495) 213-03-37
andrey.lobazov@aton.ru



Георгий Корольков
Младший аналитик

+7 (495) 777-66-77 (доб. 6812)
georgy.korolkov@aton.ru

Глоссарий и список эмитентов



EBITDA	прибыль до вычета процентов, налогов на прибыль и амортизации (Earnings before interest, tax, depreciation & amortization)
EV/EBITDA	отношение стоимости предприятия к EBITDA (Enterprise value to EBITDA ratio)
долл.	доллар США
млн	миллион
млрд	миллиард
руб.	рубли
США	Соединенные Штаты Америки
МВФ	Международный Валютный Фонд
г/г	год к году
унц.	унция
ЦБ	Центральный Банк
ETF	exchange traded fund – биржевой инвестиционный фонд

ОМС	обезличенный металлический счет
спот	текущая рыночная цена золота
GLDRUB_TOM	биржевой спотовый контракт на золото за рубли с расчётами «завтра»

Публичное акционерное общество [«Полюс»](#), тикер PLZL RX

Публичное акционерное общество [«Южуралзолото Группа Компаний»](#), тикер UGLD RX

Публичное акционерное общество [«Селигдар»](#), тикер SELG RX

Раскрытие информации



Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какого-либо финансового инструмента/цифрового финансового актива/валюты, в т. ч. цифровой (далее совместно – Активы, а по отдельности Актив) или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/Актива. Каждый аналитик и (или) лица, связанные ним, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Содержащаяся в материале информация была получена из различных открытых источников, которые, как мы полагаем, являются надежными, однако мы не можем гарантировать и не гарантируем точности, достоверности, актуальности или полноты данной информации. Данная информация не основана на конкретных обстоятельствах, связанных с получателем материала. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете Активы могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Выпуск, учет и обращение цифровых финансовых активов/цифровой валюты может осуществляться исключительно в соответствии с действующим законодательством, и торговля этими инструментами считается рискованной.

Ряд Активов, в том числе производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций подвержена влиянию множества факторов и может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций как в части, так и полностью. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка Активов или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные Активы подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, способных самостоятельно оценивать риски инвестирования в сложные, высоко рискованные продукты, цифровые финансовые активы, цифровую валюту и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в денежные средства или иные ликвидные активы. Номинированные в иностранной валюте Активы подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками.

Инвестиции в Активы на развивающихся рынках, равно как и в цифровые финансовые активы, цифровую валюту, имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование.

При создании данного документа были приложены разумные усилия для получения информации из надежных источников, при этом не может быть гарантировано, что информация или оценки, содержащиеся в настоящем материале, являются достоверными, точными или полными. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни целиком, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации. Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении Активов в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о финансовых инструментах/цифровых финансовых активах/цифровой валюте такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в Активы сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларациями о рисках. <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках и услуг депозитария, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

В случае если Актив торгуется на биржевом и внебиржевом рынках, держатель может его продать по текущим рыночным ценам. В случае если Актив ограничен в обороте, с информацией о порядке возврата денежных средств можно ознакомиться в документах, регламентирующих порядок выпуска такого Актива (эмиссионных документах). Более подробные условия необходимо уточнять у брокера.

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента.

Данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюта, в т. ч. цифровая не являются банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюту в т. ч. цифровую не гарантированы государством.

Не является рекламой или предложением финансового инструмента. Материал предназначен для действующих клиентов ООО "АТОН".

Настоящий материал носит исключительно информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не учитывает цели, финансовое положение и допустимый уровень риска конкретного инвестора. Все оценки отражают мнение аналитиков на дату публикации и могут быть изменены без уведомления

Раскрытие информации



Активы, описанные в настоящем материале, могут не подходить лицам, которые ознакомились с таким материалом. Рекомендуем не полагаться исключительно на информацию в настоящем материале, а сделать свою собственную оценку соответствующих рисков и привлечь, при необходимости, независимых экспертов. Составитель и распространитель материала не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия решений в отношении Активов, представленных в настоящем материале.

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

Настоящий материал может содержать информацию о финансовых инструментах, при распространении которых возникает конфликт интересов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов ООО «АТОН» руководствуется интересами своих клиентов. Более подробную информацию о мерах, предпринимаемых в отношении конфликтов интересов, можно найти в Политике управления конфликтом интересов, размещённой на официальном сайте ООО «АТОН» <https://www.aton.ru/info-disclosure/>.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>. На указанном сайте также размещены актуальные на каждый момент времени условия предоставления брокерских и иных услуг. Изменение условий производится ООО «АТОН» в одностороннем порядке.

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru

Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации <https://www.cbr.ru/>
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) <https://www.naufor.ru/>

Система рейтингов

Используемая в настоящем отчете шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

«Выше рынка» ▲ — конкретные акции могут показать доходность более 15% или выше, чем российский рынок акций в целом, в течение следующих 12 месяцев.

«Нейтрально» ► — конкретные акции могут показать доходность от 0 до 15% или на уровне российского рынка акций в целом, в течение следующих 12 месяцев.

«Ниже рынка» — конкретные акции могут показать доходность менее 0% или ниже, чем российский рынок акций в целом, в течение следующих 12 месяцев.

Указанные рейтинги не гарантируют достижение перечисленных показателей.

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев, если не указано иное.

Целевая цена акции рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные справедливые цены не являются гарантированными.