



Прибыль есть, денег нет

Разбор компании · GOOG · Alphabet Inc.

12 августа 2026

American Investor team & Solomon AI



Содержание

● Executive Summary.....	3
● Что доказывает каждый раздел.....	6
● Рынок покупает рост, не спрашивая, чем он оплачен.....	8
● Возможность создал июльский отчёт.....	11
● Семь из десяти долларов прибыли не заработаны операциями.....	12
● Свободный денежный поток ушёл в минус впервые с 2004 года.....	14
● Вложения оплачивают долг и новые акции.....	15
● Cloud растёт на 82 % под гарантии Alphabet за чужие счета.....	16
● Ближайший отчёт стоит рынку 13,9 % цены.....	17
● Позиция теряет половину, если отдача не придёт к 2028 году.....	18
● Взвешенная стоимость 248 против цены 342.....	20
● Сокращать, пока поток отрицателен.....	24
● Бумага стоит 4,2 трлн при 62,8 % институционального владения.....	28
● Реклама даёт 79 % выручки, облако — весь прирост маржи.....	30
● Ров держится на дистрибуции, а не на модели.....	31
● Инсайдеры продают по планам, покупок нет.....	32
● Выручка выросла на 45 % за три года, капвложения — вчетверо.....	33
● Премия к Meta не оплачена ростом.....	35
● Коротких позиций 0,52 % — ставки против бумаги нет.....	36
● Консенсус ставит 421,79 и стоит против выпуска.....	37
● Страховка стоит 3,6 % при фактическом размахе 49,7 %.....	38
● Что осталось непроверенным.....	39
● Опционный оверлей и распределение открытого интереса.....	40
● Ограничения и термины.....	41



● Executive Summary

резюме и вердикт · C1

Свободный денежный поток Alphabet ушёл в минус на 5,9 млрд \$ при выручке 119,8 млрд \$ — впервые за всю историю публичной компании.

Прибыль на акцию 9,11 \$ держится переоценкой долей в SpaceX и Anthropic. Без переоценки квартал даёт 2,85 \$.

Взвешенная справедливая стоимость 248 \$ отстаёт от цены 342,37 \$. Вердикт — сокращать.

Вердикт: сокращать. Взвешенная стоимость 248 \$ при цене 342,37 \$

горизонт вывода — 12 месяцев · уверенность средняя · срез 12.08.2026

Живой риск: Капвложения 2026 года подняты до 195–205 млрд \$ третий раз за год, а обязательства по закупкам выросли до 811 млрд \$ — вдвое больше годовой выручки.

Инвестиционный тезис

Alphabet зарабатывает 40,8 млрд \$ операционной прибыли в квартал и вкладывает в мощности 44,9 млрд \$. Рынок платит 17,2 годовой прибыли за компанию, где семь из десяти долларов прибыли до налога принесла переоценка чужих акций, а свободный денежный поток впервые с выхода на биржу в 2004 году ушёл в минус.

Утверждение	Направление	Убеждённость	Число, которое держит
Прибыль GAAP оторвалась от операций: переоценка вложений дала 135,9 млрд \$ за полугодие при операционной прибыли 80,5 млрд \$	● медведь	высокая	78 %
Свободный денежный поток обнулится: 4,3 млрд \$ за полугодие против 24,3 млрд \$ годом ранее	● медведь	высокая	–82 %
Вложения финансируют долг и выпуск акций, выкуп остановлен второй квартал подряд	● медведь	высокая	0 \$
Cloud остаётся сильнейшим активом: рост 82 % и бэклог 513,9 млрд \$	● бык	высокая	35,6 %
Главный риск тезиса: спрос на вычисления держится, отдача приходит раньше 2028 года и оправдывает капвложения	● риск	средняя	+11,3 %

Красная нить

Тезис проверяется одной величиной — квартальным свободным денежным потоком, то есть операционным потоком за вычетом капвложений. Alphabet публикует обе цифры каждый квартал, и читателю они доступны бесплатно. Поток выше нуля два квартала подряд при росте выручки быстрее 18 % ломает тезис и поднимает справедливую стоимость в диапазон 300–380 \$. Поток ниже нуля тезис подтверждает, и стоимость держится в диапазоне 200–260 \$. Метрика запаздывает: она выходит вместе с отчётом, а опережающего признака той же силы открытые источники не дают.



Три цифры, которые решают всё

Величина	Почему решает	Где разобрана
-5,9 млрд \$	Свободный денежный поток квартала ушёл в минус впервые с 2004 года — модель самофинансирования сломалась	Поток
135,9 млрд \$	Переоценка вложений за полугодие дала 78 % прибыли до налога и обнулила смысл трейлингового мультипликатора 17,2	Прибыль
811 млрд \$	Обязательства по закупкам вдвое превышают годовую выручку и за квартал выросли почти на 500 млрд \$	Финансирование

Три риска тезиса

Риск	Числовой порог	Где разобран
Отдача от вычислений приходит раньше срока и оправдывает вложения	Cloud выше 60 % роста два квартала подряд	Cloud
Капвложения 2027 года оказываются умереннее опасений	план ниже 240 млрд \$	Поток
Решение по рекламному делу требует продажи биржи AdX	выручка сети партнёров 7,3 млрд \$ за квартал	Пре-мортем

Рамка решений, сжатая версия

Входить имеет смысл в диапазоне 210–250 \$, тезис отменяется выше 380 \$, сценарии дают целевой диапазон 170–381 \$. Все три числа рассчитаны на 12.08.2026.

Условие	Срок реакции	Что уровень провоцирует	Направление
Цена выше 380 \$	до закрытия недели	набор позиции вслед за движением	● выходить
Свободный поток выше нуля два квартала подряд	до второго отчёта	—	● наращивать
Рост Cloud ниже 50 %	до ближайшего отчёта	—	● сокращать
Цена ниже 250 \$	в течение квартала	закрытие позиции на просадке	● держать
План капвложений 2027 выше 260 млрд \$	до ближайшего отчёта	бездействие перед отчётностью	● сокращать

Что изменилось за 90 дней

Дата	Событие	Цена за день, %	Что меняет в тезисе
13.05.2026	Цена достигла 399,04 \$ — максимум оценки по выручке за три года	—	Оценка вышла на 11,6 годовой выручки



Дата	Событие	Цена за день, %	Что меняет в тезисе
05.06.2026	Размещение конвертируемых привилегированных акций на 19,0 млрд \$	—	Финансирование ушло за пределы прибыли
22.07.2026	Отчёт за II квартал: выручка +24 %, капвложения года подняты до 195–205 млрд \$	–6,9	Свободный поток ушёл в минус
31.07.2026	Рынок отыграл отчёт вверх	+6,9	Без изменений в цифрах
05.08.2026	Уход Джеффа Дина и смена операционного руководства ИИ	–4,1	Риск исполнения вырос
06.08.2026	Размещение облигаций на 25 млрд \$ при книге заявок 115 млрд \$	–1,0	Долг вырос вчетверо за год
11.08.2026	Жалоба французских издателей на выдачу с ответами ИИ	–3,6	Регуляторный риск в Европе

Ближайший катализатор и риск-доходность

Отчёт за III квартал выйдет в конце октября; точную дату компания не назвала. Опционный рынок оценивает событие в 13,9 % цены: стрэддл на страйке 340 \$ с экспирацией 20.11.2026 стоит 47,60 \$ на акцию. Влияние на цену рынок считает высоким.

Риск и доходность отсчитываются от уровня отмены тезиса 380 \$, единого на весь выпуск. Ход вниз до целевой оценки 248 \$ даёт –27,6 %, ход вверх до отмены — плюс 11,0 %. Соотношение выходит 2,5 к 1 в пользу сокращения позиции.



● Что доказывает каждый раздел

карта выпуска · переход к доказательству

Резюме закончилось. Дальше идёт доказательство: сначала расхождение с рынком и его причина, затем четыре шага с данными, катализаторы, разбор поражения, оценка и рамка решений. Второй слой — досье: постоянный справочник по компании, который читается отдельно.

Спор: доказательство тезиса

Раздел	Что он доказывает	Опора
Расхождение с рынком	Консенсус верит в отдачу от вложений, цена закладывает стоимость капитала 7,4 % против расчётных 9,8 %	7,43 %
Почему возможность есть	Цену сформировал отчёт 22 июля: капвложения подняты на 15 млрд \$, бумага потеряла 6,9 % за день	−6,9 %
Качество прибыли	Переоценка долей в SpaceX и Anthropic дала 99,0 млрд \$ прибыли квартала против 40,8 млрд \$ операционной	71 %
Денежный поток	Капвложения 44,9 млрд \$ за квартал превысили операционный поток 39,1 млрд \$	−5,9 млрд \$
Финансирование	Компания привлекла 56,2 млрд \$ долга и 49,6 млрд \$ акционерного капитала за полугодие, выкуп обнулён	+1,2 %
Облако и гарантии	Cloud вырос на 81,8 %, но Alphabet сам гарантирует платежи третьих лиц по дата-центрам на 43,8 млрд \$	513,9 млрд \$
Катализаторы	Опционный рынок оценивает ближайший отчёт в 13,9 % цены	47,60 \$
Пре-мортем	Позиция теряет половину, если рост Cloud уходит ниже 50 %, а капвложения 2027 года превышают 260 млрд \$	−50 %
Стоимость и сценарии	Расчёт потоков даёт 192,8 \$, сценарии по множителям — 271,8 \$, взвешенная оценка — 248 \$	−27,6 %
Рамка решений	Восемь условий с числовыми порогами переводят вывод в действие, вход обсуждается ниже 250 \$	380 \$

Досье: справочник по компании

Раздел	Что в нём есть	Опора
Рыночный снимок	Мультипликаторы, объёмы, короткие позиции и группа аналогов на дату среза	9,41
Бизнес-модель	Выручка по направлениям и регионам, сценарии на 12–24 месяца	78,9 %
Продукт и ров	Сравнение с Microsoft, Meta, Amazon и OpenAI, оценка рва по шкале	7 из 10
Менеджмент и инсайдеры	Сделки шести инсайдеров за полгода и структура голосующего контроля	63,3 млн \$
Фундаментал	Три года выручки, маржи и потока плюс таблица допущений прогноза	12,0 %
Мультипликаторы аналогов	Шесть компаний с поправкой на рост и маржу потока	23,7×



Раздел	Что в нём есть	Опора
Держатели и короткие	Структура владения и отсутствие ставок против бумаги	0,52 %
Консенсус	63 аналитика, разброс прогнозов и пересмотры за квартал	421,79 \$
Техника и опционы	Уровни, относительная сила и цена защиты перед отчётностью	28,3 %



● Рынок покупает рост, не спрашивая, чем он оплачен

где выпуск расходуется с рынком · C2

Рынок верит, что вложенные в мощности деньги окупятся, и оценивает эту веру дешевле, чем стоит капитал самой компании.

Что уже в цене

Позиция рынка	Сколько	Что из этого следует
Средний прогноз цены 63 аналитиков	421,79 \$	Апсайд 23,2 % от цены закрытия
Разброс прогнозов	340–475 \$	Ни один прогноз не ниже цены больше чем на 0,7 %
Рейтинги: покупать сильно / покупать / держать	44 / 13 / 6	Продавать не рекомендует никто
Стоимость капитала, заложенная в цену	7,43 %	Расчёт по модели оценки активов даёт 9,78 %
Темп роста выручки, заложенный в цену	×1,81	Почти вдвое выше базового прогноза выпуска
Операционная маржа, заложенная в цену	+19,7 п.п.	Маржа 53 % против исторических 33 %

Вывод. Цена 342,37 \$ достигается только при одном из трёх допущений: стоимость капитала 7,43 % вместо 9,78 %, вдвое более быстрый рост выручки или маржа выше исторической на 19,7 процентного пункта. Правдоподобнее двух остальных выглядит первое, и именно оно ничем не обосновано при десятилетней доходности 4,70 %.

Где рынок может ошибаться

Во что верит рынок	Возможная ошибка	Как проверить
Капвложения окупятся ростом облака	Мощности арендуются у третьих лиц, и маржа Cloud снизится уже в III квартале	Маржа Cloud ниже 33 % в отчёте за III квартал
Прибыль на акцию 9,11 \$ отражает силу бизнеса	Прибыль наполовину создана переоценкой долей, которая может развернуться	Котировка SpaceX на бирже до конца III квартала 2027
Выкуп акций вернётся после пика вложений	Разрешение на 69,5 млрд \$ не используется, а компания продаёт акции через программу на 40 млрд \$	Первая продажа по программе размещения в отчёте за III квартал
Отток кадров из исследований не влияет на продукт	Уход четырёх ведущих исследователей задержит следующее поколение модели	Срок выхода Gemini 4 против обещанного



Что должно быть правдой

Условие	Число	Срок
Свободный денежный поток остаётся отрицательным или близким к нулю	≤ 5 млрд \$	III квартал 2026
Капвложения 2027 года превышают уровень 2026 года	> 240 млрд \$	отчёт за IV квартал
Маржа Cloud снижается против 35,6 % из-за аренды сторонних мощностей	< 33 %	III квартал 2026
Выкуп акций не возобновляется	0 \$	III–IV кварталы 2026
Рост выручки замедляется против 24,2 %	< 20 %	IV квартал 2026

Дебаты

Аргументы за

Cloud вырос на 81,8 % и принёс 24,8 млрд \$ при марже 35,6 % против 20,7 % годом ранее. Бэклг облака 513,9 млрд \$ покрывает четыре года выручки направления, половина признаётся выручкой в ближайшие 24 месяца. Поиск ускорился до 16,8 % — быстрее, чем в любом квартале двух прошлых лет, и опроверг тезис о том, что чат-боты забирают запросы.

Аргументы против

Капвложения 44,9 млрд \$ за квартал вдвое превысили прошлогодние и съели весь операционный поток. Обязательства по закупкам выросли до 811 млрд \$, из них 200,7 млрд \$ короткие. Компания одновременно остановила выкуп, разместила долг на 56,2 млрд \$ и продала акционерного капитала на 49,6 млрд \$ — так финансируют дефицит, а не изобилие.

Исторические прецеденты

Прямого прецедента у сегодняшней Alphabet нет. Компания с валовой маржой 60,9 % и долей рынка поиска выше 85 % впервые вкладывает в основные средства 45 % выручки. Ближайшие по механике случаи закончились по-разному, и подбирать одну сторону нельзя.

Случай	Механика	Чем закончилось
Meta, 2021–2022	Капвложения и расходы на метавселенную обогнали денежный поток при замедлении рекламы	Бумага потеряла около двух третей за год, вернулась после сокращения расходов в 2023
Amazon, 2021–2022	Стройка логистики опередила спрос, свободный поток ушёл в минус	Просадка около 50 %, восстановление после паузы в капвложениях
Microsoft, 2024–2026	Капвложения в вычисления росли вместе с выручкой облака	Поток остался положительным, бумага сохранила премию



Вывод. Два прецедента из трёх закончились просадкой порядка половины цены, и в обоих поводом стал не объём вложений, а разрыв между вложениями и денежным потоком. Microsoft отличается той же механикой с обратным знаком: там поток остался положительным. Alphabet сегодня стоит на стороне Meta и Amazon.



● Возможность создал июльский отчёт

почему возможность существует · СЗ

Цена разрыва между вложениями и потоком пока не замечает, и объяснение лежит в календаре. Разрыв открылся три недели назад, а июльский отчёт рынок прочитал как рекордный.

Отчёт 22 июля дал две новости сразу. Выручка выросла на 24,2 %, прибыль на акцию 9,11 \$ втрое превысила ожидание 2,88 \$ — и одновременно план капвложений поднялся до 195–205 млрд \$, третий раз за год. Бумага потеряла 6,9 % на следующий день, к 31 июля отыграла падение полностью, а 3 августа поднялась до 372,47 \$. Аналитики разошлись: Oppenheimer снизил цель с 445 до 400 \$, J.P. Morgan — с 460 до 420 \$, Bank of America поднял с 370 до 430 \$. Число рекомендаций «покупать сильно» с марта сократилось с 50 до 44, а рекомендаций продавать по-прежнему нет ни одной.

Кто продавал, видно по цене, а не по формам. Институциональные держатели в основном пассивные, и их доля меняется вместе с индексом. Инсайдеры продают равномерно и по заранее оформленным планам: Сундар Пичаи вышел из 130 тыс. акций на 40,6 млн \$ в феврале и марте, Кент Уокер продал на 19,9 млн \$ за полгода. Покупок инсайдеров нет ни одной. Ставки против бумаги тоже нет — короткие позиции занимают 0,52 % свободного обращения и 2,47 дня оборота.

До июля разрыв между капвложениями и потоком существовал только в прогнозе. Первый квартал 2026 года ещё дал положительный свободный поток 10,1 млрд \$, второй дал минус 5,9 млрд \$. Отчётность за III квартал в конце октября покажет, стал ли минус правилом. До этой даты рынок работает с одной точкой, а одна точка легко списывается на разовое совпадение сроков поставки оборудования.

Вывод. Возможность существует и держится на трёх вещах: отрицательный поток появился всего один раз, прибыль GAAP маскирует его рекордной цифрой, а продавать бумагу против единодушного консенсуса из 63 аналитиков некому. Проверит это отчёт за III квартал — второй отрицательный квартал подряд превращает совпадение в тренд.



● Семь из десяти долларов прибыли не заработаны операциями

качество прибыли · C4

Отчёт за II квартал показал прибыль до налога 138,8 млрд \$, из которых операции дали 40,8 млрд \$. Остальное принесла переоценка долей в непубличных компаниях.

Что меряем	II кв. 2025	II кв. 2026	Изменение
Выручка, млрд \$	96,4	119,8	+24,2 %
Операционная прибыль, млрд \$	31,3	40,8	+30,4 %
Переоценка вложений, млрд \$	1,3	99,0	×76
Прибыль до налога, млрд \$	33,9	138,8	×4,1
Чистая прибыль, млрд \$	28,2	112,2	×4,0
Прибыль на акцию, \$	2,31	9,11	×3,9
Прибыль на акцию без переоценки, \$	2,25	2,85	+26,7 %

Семь из десяти долларов прибыли до налога пришли не от операций



Источник: форма 10-Q Alphabet за квартал, закончившийся 30.06.2026 · доли прибыли до налога 138,8 млрд \$ · прочие расходы –1,0 млрд \$ в круг не вынесены

Переоценка не приносит денег. Alphabet держит доли в непубличных компаниях по цене последней наблюдаемой сделки. Выход SpaceX на биржу перевёл пакет стоимостью 94,1 млрд \$ в разряд рыночных бумаг: 80,0 млрд \$ с коротким ограничением на продажу и 14,1 млрд \$ с ограничением до III квартала 2027 года. Долю Anthropic компания переоценила по той же логике. Балансовая стоимость непубличных долей выросла с 64,1 млрд \$ на конец 2025 года до 124,3 млрд \$ на 30 июня. Ни один доллар этой прибыли не пришёл в кассу, зато отложенный налог на неё вырос с 0,9 до 22,8 млрд \$ — обязательство вполне реальное.

Отсюда расходятся два мультипликатора. Трейлинговый P/E 17,18 считается по прибыли за 12 месяцев 244,1 млрд \$, куда переоценка вошла целиком. Очистка прибыли от переоценки по эффективной ставке 19,1 % оставляет около 10,1 \$ операционной прибыли на акцию за 12 месяцев и поднимает множитель до 34. Форвардный множитель 25,38 подтверждает разрыв с другой стороны: консенсус ждёт 20,58 \$ прибыли в 2026 году и 14,73 \$ в 2027-м, то есть падения на 28,4 % — ровно потому, что переоценка не повторяется.



Сильные держатели возражают, что доли в SpaceX и Anthropic остаются настоящим активом и рынок вправе за них платить. Возражение верно и меняет способ счёта, а не вывод. Операции корректнее оценивать отдельно, а стоимость долей прибавлять к капиталу, что расчёт стоимости и делает: 124,3 млрд \$ непубличных долей вошли в капитал отдельной строкой, а не размазались по прибыли. Спрятать их в знаменателе мультипликатора — единственный способ получить дешёвую бумагу.

Вывод. Бумага стоит 34 операционных прибыли, а не 17,2. Триггер пересмотра: переоценка вложений в отчёте за III квартал выше 20 млрд \$ вместе с ростом балансовой стоимости непубличных долей выше 145 млрд \$ увеличит разрыв между двумя множителями, и трейлинговый P/E окончательно потеряет смысл.



● Свободный денежный поток ушёл в минус впервые с 2004 года

денежный поток · C5

Прибыль без денег остаётся бухгалтерской величиной. Денежный итог квартала ушёл в минус на 5,9 млрд \$ — впервые с выхода компании на биржу.

Что меряем	I кв. 2025	I кв. 2026	Изменение
Операционный денежный поток, млрд \$	63,9	84,9	+32,8 %
Капвложения, млрд \$	39,6	80,6	+103,3 %
Свободный денежный поток, млрд \$	24,3	4,3	-82,4 %
Свободный поток II квартала, млрд \$	11,5	-5,9	-17,4 млрд \$
Амортизация, млрд \$	9,5	13,6	+43,2 %
Капвложения к выручке, %	21,2	35,1	+13,9 п.п.

Компания покупает вычислительные мощности: 60 % расходов уходит на серверы, 40 % — на дата-центры и сети. Серверы амортизируются быстро, поэтому расход давит на прибыль уже через год, а не через десятилетие. Амортизация выросла на 43,2 % за полугодие и продолжит расти вслед за вложенными деньгами: при капвложениях 200 млрд \$ в год и типичном сроке службы серверов около шести лет годовая амортизация уходит к 60–80 млрд \$ против 25,2 млрд \$ за последние 12 месяцев. Финансовый директор назвала это прямо: вложения давят на отчёт через амортизацию и стоимость энергии.

Аренда чужих мощностей добавляет второе звено. Компания объявила, что расширит использование сторонних вычислений в III квартале как временный мост, и предупредила о снижении маржи. Арендованная мощность не капитализируется: она попадает прямо в себестоимость и режет маржу Cloud, которая сейчас держится на 35,6 %.

Покупатель бумаги возразит качеством расхода: капвложения растут не от слабости, а под подтверждённый спрос, и бэклог облака 513,9 млрд \$ это показывает. Возражение меняет вес шага, но не отменяет его. Бэклог обещает выручку, а не доходность: половину бэклога компания признает выручкой за 24 месяца, а вложения окупаются шестью годами амортизации. Разрыв между двумя сроками и рождает отрицательный поток, и ростом заказов он не закрывается.

Вывод. Свободный поток за 12 месяцев 53,3 млрд \$ даёт доходность 1,27 % к капитализации — вдвое ниже доходности коротких бумаг Казначейства. Триггер пересмотра: два квартала подряд с положительным свободным потоком при росте выручки выше 18 % отменяют этот шаг и поднимают справедливую стоимость к диапазону 300–380 \$.



● Вложения оплачивают долг и новые акции

финансирование и возврат капитала · С6

Отрицательный поток приходится чем-то закрывать, и источник виден в отчёте о движении денег: за полугодие компания привлекла 105,8 млрд \$ капитала при нулевом выкупе акций.

Источник или направление денег	I кв. 2025	I кв. 2026	Что изменилось
Привлечено долга, млрд \$	31,4	56,2	Рост на 79 %
Выпуск обыкновенных акций, млрд \$	0,0	30,5	Новый источник
Конвертируемые привилегированные акции, млрд \$	0,0	19,1	Купон 6,25 %
Выкуп акций, млрд \$	28,3	0,0	Остановлен
Дивиденды, млрд \$	5,0	5,2	Сохранены
Долгосрочный долг на конец периода, млрд \$	23,6	98,2	Рост в 4,2 раза
Акции в обращении, млн шт.	12 088	12 230	Разводнение 1,2 %

Политика капитала развернулась за один квартал. В апреле 2025 года совет директоров разрешил выкуп на 70,0 млрд \$; на 30 июня 2026 года неиспользованными остаются 69,5 млрд \$. Одновременно 1 июня компания открыла программу продажи собственных акций на рынке объёмом до 40,0 млрд \$, а 5 июня разместила конвертируемые привилегированные акции с купоном 6,25 % — дороже, чем обходится её же облигационный долг. В августе прошло размещение облигаций на 25 млрд \$ при книге заявок 115 млрд \$.

Отсюда считается настоящая отдача акционеру. Свободный поток за 12 месяцев 53,3 млрд \$ минус компенсация акциями 28,1 млрд \$ оставляет 25,1 млрд \$, или 0,60 % капитализации. Дивидендная доходность добавляет 0,26 %. Валовая доходность свободного потока 1,27 % выше вдвое, и разницу целиком объясняет компенсация акциями: отчёт о движении денег добавляет её обратно, а разводнение делает расходом. Буквальный подсчёт требует вычесть ещё и капвложения роста, но свободный поток уже посчитан после всех капвложений, и второй вычет удвоил бы расход. Та же величина от операционного потока за вычетом поддерживающих вложений в размере амортизации даёт 3,15 % капитализации.

Кредитный довод против звучит сильнее прочих: у компании 242,5 млрд \$ денежных средств и рыночных бумаг против 120,8 млрд \$ долга, чистая денежная позиция 121,7 млрд \$, покрытие процентов 65,6. Долговой уязвимости нет, и заимствование под 5 % при доходности собственного капитала 24,9 % остаётся рациональным ходом. Довод верен и корректирует вес шага: риск здесь не кредитный, а риск доходности вложенного. Заимствование само по себе стоимость не создаёт — её создаёт отдача от построенного, а её пока не видно в потоке.

Вывод. Компания перешла от возврата капитала к его привлечению: минус 28,3 млрд \$ выкупа год назад против плюс 49,6 млрд \$ акционерного капитала сейчас. Триггер пересмотра: возобновление выкупа объёмом выше 10 млрд \$ за квартал покажет, что менеджмент считает пик вложений пройденным, и отменит этот шаг.



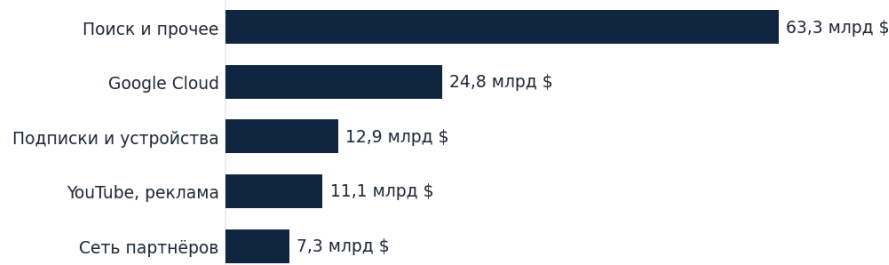
● Cloud растёт на 82 % под гарантии Alphabet за чужие счета

облако, бэклог и гарантии · C7

Цену вложений видно, надёжность дохода — нет. Рост облака держится на бэклоге 513,9 млрд \$, часть которого обеспечена гарантиями самой Alphabet.

Направление выручки	II кв. 2026, млрд \$	Рост за год, %	Вклад в прирост квартала, %
Поиск и прочее	63,3	+16,8	38,8
Google Cloud	24,8	+81,8	47,7
Подписки, платформы, устройства	12,9	+15,2	7,3
Реклама YouTube	11,1	+12,9	5,4
Сеть партнёров	7,3	-0,7	-0,2

Cloud принёс 24,8 млрд, но половину прироста квартала дал поиск



Источник: форма 10-Q Alphabet за квартал, закончившийся 30.06.2026 · выручка направлений без хеджирования · период — три месяца

Облако растёт не так, как реклама. Операционная маржа направления поднялась с 20,7 до 35,6 % за год, но заказы приходят на срок: половину бэклога 513,9 млрд \$ компания признаёт выручкой в ближайшие 24 месяца, остальное позже. Чтобы выполнить эти контракты, мощность нужна сейчас — отсюда и капвложения, и аренда сторонних вычислений в III квартале, о которой компания предупредила прямо.

Alphabet гарантирует платёжные обязательства третьих лиц по дата-центрам и учитывает их как кредитные производные инструменты: предельная сумма будущих выплат 43,8 млрд \$, сроки до 15 лет. Ещё 7,6 млрд \$ приходятся на финансовые гарантии. При срабатывании компания получает право занять помещения сама или сдать их в субаренду. Часть внешней инфраструктуры, обслуживающей тот же спрос на вычисления, стоит таким образом на балансовом кредите Alphabet, не будучи её капвложениями.

Масштаб работает против такого чтения: 43,8 млрд \$ предельной экспозиции против капитализации 4,2 трлн \$ дают один процент, а сами гарантии обеспечены реальными помещениями. Довод верен по величине и не отменяет направления. Значение здесь имеет не размер суммы, а то, что спрос на вычисления частично профинансирован тем же лицом, которое его обслуживает: при развороте цикла убыток придёт дважды — падением заказов и срабатыванием гарантий.

Вывод. Рост облака реален и остаётся сильнейшим активом компании, но обходится в 45 % выручки капвложениями и 43,8 млрд \$ кредитных гарантий за чужие обязательства. Триггер пересмотра: рост Cloud ниже 50 % за квартал либо снижение маржи направления ниже 33 % покажут, что аренда мощностей съедает экономику роста.



● Ближайший отчёт стоит рынку 13,9 % цены

катализаторы · C8

Всё сходится на одной дате: следующая отчётность покажет, стал ли отрицательный поток правилом. Дороже этого события опционный рынок не оценивает ничего в календаре.

Событие	Дата или окно	Вероятность	Влияние на цену, %	Ожидаемое движение, %
Отчёт за III квартал: поток, план капвложений 2027	конец октября 2026	высокая	±14	13,9
Решение по рекламному делу: судьба биржи AdX	2026, дата не назначена	средняя	-8...-12	—
Экс-дивидендная дата 0,22 \$ на акцию	04.09.2026	высокая	-0,1	5,7
Выход Gemini 4 под новым руководством	до конца 2026	средняя	+5...+8	—
Снятие ограничений на продажу пакета SpaceX	III квартал 2027	высокая	+2...+3	—

Стрэдл на страйке 340 \$ с экспирацией 20.11.2026 — первой после отчётности — стоит 47,60 \$ на акцию, то есть 4 760 \$ на 100 акций. Пут на страйке 300 \$ той же экспирации, ниже уровня отмены медвежьего тезиса, стоит 6,70 \$ на акцию, то есть 670 \$ на 100 акций при подразумеваемой волатильности 33,9 %. Обе цены даны на 12.08.2026.

Вывод. Собственная оценка влияния отчётности ±14 % совпадает с оценкой опционного рынка 13,9 %: информационного преимущества в тайминге нет, преимущество лежит в направлении. Триггер пересмотра: рост подразумеваемой волатильности ноябрьской серии выше 40 % покажет, что рынок начал закладывать разрыв в потоке, и часть расхождения уйдёт из цены.



● Позиция теряет половину, если отдача не придёт к 2028 году

пре-мортем · C9

Даты известны, а как выглядит проигрыш — нет. Проигрыш начинается там же, где сейчас идёт рост.

Ранжирование рисков

Категория риска	Числовая привязка	Вероятность	Воздействие
Отдача от вложений	Капвложения 2027 выше 260 млрд \$ при марже свободного потока ниже 5 % — стоимость смещается к 200–230 \$	высокая	● высокое
Регуляторный: реклама	Продажа биржи AdX затрагивает сеть партнёров, 7,3 млрд \$ выручки за квартал, 6,1 % итога	средняя	● среднее
Регуляторный: Европа	Жалоба 300 французских издателей на выдачу с ответами ИИ; регион EMEA даёт 27 % выручки, 32,5 млрд \$ за квартал	средняя	● среднее
Конкурентный	Уход четырёх ведущих исследователей задерживает Gemini 4; каждый квартал задержки стоит росту облака 5–8 процентных пунктов	средняя	● среднее
Технологический	Финансирование конкурентами альтернативных вычислений обесценивает собственные ускорители TPU	средняя	● среднее
Переоценка вложений	Разворот котировки SpaceX на 30 % снимает с капитала 28,2 млрд \$, или 2,3 \$ на акцию	средняя	● низкое
Кредитный	Долг 120,8 млрд \$ при чистой денежной позиции 121,7 млрд \$ и покрытии процентов 65,6	низкая	● низкое
Концентрация клиентов	Крупнейший клиент облака эмитентом не раскрывается	низкая	● низкое

Как выглядит поражение

Сценарий начинается с отчёта за III квартал. Маржа Cloud снижается до 32 % из-за аренды сторонних мощностей, рост направления замедляется до 60 % — цифра всё ещё выдающаяся, но ниже 82 %, и рынок читает её как перелом. Компания подтверждает, что капвложения 2027 года превысят 250 млрд \$. Свободный поток второй квартал подряд остаётся отрицательным.

Дальше считает амортизация. Оборудование, купленное в 2025–2026 годах на 290 млрд \$, приходит в отчёт о прибылях в 2027–2028 годах расходом порядка 60–80 млрд \$ в год. Операционная маржа опускается с 33 к 28 %, и падение маржи совпадает по времени с замедлением выручки до 12–15 %. Прибыль на акцию за 2027 год выходит ниже консенсусных 14,73 \$.

Третьим тактом рынок переоценивает мультипликатор. Он перестаёт платить 20 операционных прибылей за компанию, которая растёт на 13 % и не возвращает капитал, и переходит к 15. При выручке 640 млрд \$ и марже 29 % это даёт 170 \$ на акцию — минус 50 % от сегодняшней цены. Падение ускорит второе событие: разворот котировки SpaceX уберёт часть переоценки, и прибыль GAAP упадёт быстрее операционной, обнажив разрыв, который сегодня скрыт.



Поражение видно раньше рынка по трём признакам: маржа Cloud ниже 33 % в отчёте за III квартал, план капвложений 2027 выше 260 млрд \$, отсутствие выкупа акций при остатке разрешения 69,5 млрд \$ третий квартал подряд. Все три входят в свод триггеров рамки решений.

Риск, который цена не закладывает

Ни один прогноз из 63 не стоит ниже 340 \$, то есть ниже сегодняшней цены больше чем на 0,7 %. Такое распределение означает, что сценарий длительного отрицательного потока в цене не учтён вовсе. Стоимость страховки это подтверждает: подразумеваемая волатильность ноябрьской серии 33 % против фактического размаха 49,7 % за последний месяц.

Чего о компании узнать нельзя

Четыре вопроса открытые источники не закрывают, и каждый способен сдвинуть тезис. Какую часть бэклога облака 513,9 млрд \$ формируют лаборатории искусственного интеллекта, чьи собственные доходы пока меньше их расходов. По какому сроку службы Alphabet амортизирует ускорители — от этого прямо зависит маржа 2027 года. Чьи именно обязательства покрывают кредитные гарантии на 43,8 млрд \$. Сколько роста облака принесла покупка Wiz — компания этого не раскрывает.

Как выглядит победа

Возможен и обратный исход. Спрос на вычисления упирается в мощность, а не в цену, поэтому построенное заполняется быстрее срока окупаемости: маржа Cloud держится выше 35 % даже на арендованных мощностях, рост направления остаётся выше 70 %, а капвложения 2027 года выходят к 240 млрд \$ — верхняя граница ожиданий, но без нового скачка. Свободный поток возвращается в плюс уже в IV квартале, и компания объявляет о возобновлении выкупа. Распознать такой исход раньше рынка помогает один признак: положительный свободный поток в отчёте за III квартал при сохранении роста выручки выше 20 %.



● Взвешенная стоимость 248 против цены 342

стоимость и сценарии · C10

Механика поражения известна, цена — нет. Явный прогноз построен на десять лет: при пятилетнем горизонте доля терминальной стоимости выходит за 80 %, и модель начинает измерять только допущение о вечности.

Стоимость капитала

Компонент	Сколько	Откуда взят
Безрисковая ставка	4,70 %	Доходность десятилетних бумаг Казначейства, 11.08.2026, ФРБ Сент-Луиса
Премия за риск вложений в акции	4,23 %	Расчётная премия Асвата Дамодарана на 01.01.2026, издание 2026 года
Бета за пять лет	1,24	StockAnalysis, срез 12.08.2026
Стоимость собственного капитала	9,95 %	Модель оценки капитальных активов
Стоимость долга до налога	5,00 %	Ориентир по размещениям 2026 года при доходности тридцатилетних бумаг 5,24 %
Средневзвешенная стоимость капитала	9,78 %	Веса: капитал 97,2 %, долг 2,8 %

Прогноз денежного потока по годам

Год	Выручка, млрд \$	Маржа, %	Прибыль после налога, млрд \$	Капвложения, млрд \$	Свободный поток фирме, млрд \$
2026	497,7	34,0	136,9	200,1	−30,8
2027	606,7	32,5	159,5	249,9	−44,1
2028	703,7	32,5	185,0	261,1	−14,9
2029	795,2	33,0	212,3	266,4	19,3
2030	882,7	33,5	239,2	266,6	56,1
2031	962,1	34,0	264,6	259,8	98,0
2032	1 034,3	34,5	288,7	248,2	140,7
2033	1 096,3	34,5	306,0	235,7	174,6
2034	1 151,1	34,5	321,3	224,5	204,2
2035	1 197,2	34,5	334,1	221,5	222,1

Эффективная ставка налога принята 19,1 % — фактическая ставка первого полугодия 2026 года. Компенсация акциями учтена как денежный расход: стандарты отчётности уже вычли её из операционной прибыли, и обратно она не добавляется. Изменение оборотного капитала принято равным 1,5 % прироста выручки. Норму реинвестирования терминального года задают рост 3,5 % и рентабельность вложенного капитала 20 %, а не продлённый уровень капвложений, иначе модель считала бы их пик вечным.



Терминальный рост 3,5 % не дотягивает до номинального роста экономики США: реальные 2 % плюс целевая инфляция 2 % дают 4 %, и превышение этого ориентира требовало бы отдельного обоснования. Доля терминальной стоимости при десятилетнем горизонте достигает 83,2 %. Это выше порога 80 %, поэтому вес расчёта потоков в итоговой оценке снижен до 30 %, а не выправлен подгонкой допущений.

Итог расчёта потоков	Сколько
Стоимость операций	2 147 млрд \$
Чистая денежная позиция	+121,7 млрд \$
Доли в непубличных компаниях	+124,3 млрд \$
Привилегированные акции	-19,0 млрд \$
Справедливая цена акции	192,8 \$

Чувствительность

Стоимость капитала	Терминальный рост 3,0 %	3,5 %	4,0 %
8,8 %	226 \$	238 \$	253 \$
9,8 %	185 \$	193 \$	201 \$
10,8 %	155 \$	159 \$	164 \$

Карта справедливой цены построена по выручке 2028 года и операционной марже при множителе 20 прибылей после налога. Ни одна клетка не достаёт до сегодняшней цены 342,37 \$: верхний угол карты – выручка 780 млрд \$ при марже 35,5 % – даёт 320 \$.

Маржа	620 млрд \$	660 млрд \$	700 млрд \$	740 млрд \$	780 млрд \$
28,0 %	208 \$	220 \$	232 \$	244 \$	257 \$
30,5 %	225 \$	238 \$	251 \$	265 \$	278 \$
33,0 %	242 \$	256 \$	270 \$	285 \$	299 \$
35,5 %	259 \$	274 \$	289 \$	305 \$	320 \$

Стресс-сценарий и запас прочности

Падение выручки	Выручка, млрд \$	Операционная прибыль, млрд \$	Долг к прибыли до амортизации	Чистый долг, млрд \$
-10 %	401,3	127,3	0,75×	-121,7
-20 %	356,7	106,9	0,86×	-121,7
-30 %	312,1	86,5	1,00×	-121,7



Приростная маржа для стресс-теста взята по факту трёх лет: выручка выросла на 138,5 млрд \$, операционная прибыль — на 63,3 млрд \$, откуда 45,7 % на каждый доллар изменения выручки. У компании чистая денежная позиция, поэтому тест сводится к скорости расхода. Чтобы отношение долга к прибыли до амортизации достигло 4, прибыль до амортизации должна упасть до 30,2 млрд \$ — на 82 % от нынешнего уровня. Денежные средства и рыночные бумаги 242,5 млрд \$ покрывают дефицит потока 2026–2027 годов по базовому прогнозу, 75 млрд \$, более чем втрое.

Вывод. Банкротного риска у Alphabet нет и не появляется ни в одном сценарии: риск лежит целиком в доходности вложенного капитала, а не в способности обслуживать долг. Триггер пересмотра: рост валового долга выше 200 млрд \$ при сохранении отрицательного потока переведёт вопрос из плоскости доходности в плоскость структуры капитала.

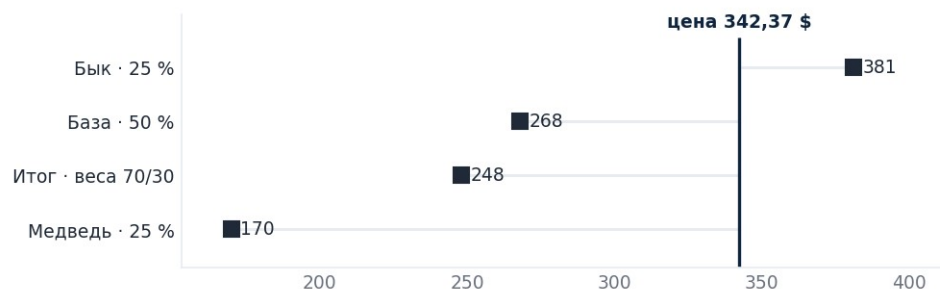
Что уже заложено в цену

Что заложено в цену 342,37 \$	Что даёт расчёт выпуска
Стоимость капитала 7,43 %	9,78 % по модели оценки капитальных активов
Темпы роста выручки выше базовых в 1,81 раза	Замедление с 23,6 % в 2026 году до 4 % к 2035-му
Операционная маржа выше базовой на 19,7 п.п.	33–34,5 % против исторических 33,1 %
Множитель 20 прибылей после налога сохраняется	Снижение до 15 при росте ниже 15 % и нулевом возврате капитала

Сценарии

Сценарий	Вероятность	Выручка 2028, млрд \$	Маржа, %	Множитель	Цена, \$	К цене, %
Медведь	25 %	640	29,0	15×	170	–50,3
База	50 %	704	32,5	20×	268	–21,8
Бык	25 %	760	35,0	25×	381	+11,3
Взвешенная оценка					272	–20,6
Итог, веса 70 / 30					248	–27,6

Ни одна ветвь сценария, кроме бычьей, не дотягивается до цены

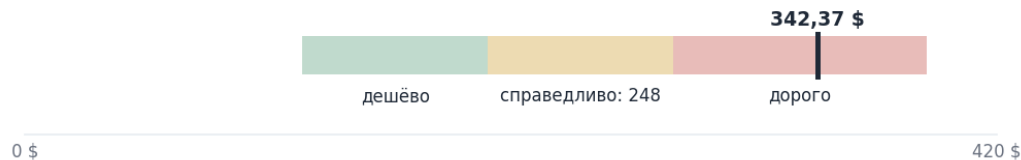


Источник: расчёт выпуска по прибыли после налога 2028 года и выходным множителям · дисконтирование два года по ставке 9,78 % · срез 12.08.2026



Вероятности помечены как оценка аналитика: числовые предпосылки взяты из отчётности и прогнозов, а вес каждой ветви измерением не подтверждается. Базовый сценарий разворачивается по звеньям. Спрос на вычисления держится, и облако растёт на 25–30 % в год после 2027-го. Амортизация построенного снижает маржу до 32,5 % и оставляет 185 млрд \$ прибыли после налога. Рынок платит за неё 20 прибылей вместо сегодняшних 28, и цена приходит к 268 \$. Медвежья ветвь идёт тем же путём в обратную сторону: аренда мощностей режет маржу до 29 %, рост замедляется, множитель падает до 15. Бычья ветвь предполагает, что мощность заполняется быстрее амортизации и маржа поднимается к 35 %.

Цена 342,37 стоит выше взвешенной оценки 248 на 38 %



Источник: расчёт выпуска · зоны заданы взвешенной оценкой 248 \$ и границами сценариев · цена закрытия 12.08.2026

Оценка по сумме частей

Оценка по сумме частей не строится: эмитент раскрывает операционную прибыль по трём направлениям, но не раскрывает ни капвложения, ни оборотный капитал по каждому из них, поэтому денежный поток направления не восстанавливается. Отдельной строкой в расчёт вошли доли в непубличных компаниях 124,3 млрд \$ — их стоимость взята по балансу, без премии и дисконта.

Сравнение с альтернативами

Куда вложить	Оценка	Рост выручки, %	Свой риск	Ожидаемая доходность
Alphabet	23,7× EBITDA	21,4	Отдача от вложений, рекламное дело	–27,6 %
Meta	13,7× EBITDA	21,5	Те же вложения, но поток положителен	—
Microsoft	19,1× EBITDA	19,6	Зависимость от одного партнёра по моделям	—
Короткие бумаги Казначейства	—	—	Инфляция выше 3 %	+4,7 %

Вывод. Бумага переоценена: взвешенная справедливая стоимость 248 \$ против цены 342,37 \$ даёт –27,6 %. Расчёт дисконтированных потоков получил вес 30 % из-за доли терминальной стоимости 83,2 %, сценарная оценка по выходным множителям — 70 %. Триггер пересмотра: свободный поток выше нуля два квартала подряд поднимет базовый множитель к 25 и справедливую стоимость к 320–340 \$, сняв расхождение с ценой.



● Сокращать, пока поток отрицателен

рамка решений · C11

Величину расхождения считает оценка, а действовать заставляют условия с числовыми порогами.

Сводная сигнальная матрица

Измерение	Сигнал	Вес	Уверенность	Ключевая цифра
Оценка стоимости	● медведь	высокий	высокая	248 \$ против цены 342,37 \$
Рост	● бык	высокий	высокая	Выручка +24,2 %, Cloud +81,8 %
Ров	● бык	средний	средняя	Поиск +16,8 % при доле рынка выше 85 %
Менеджмент и инсайдеры	● смешанный	низкий	высокая	Продажи 62,0 млн \$ за полгода, покупок нет
Финансовое здоровье	● смешанный	высокий	высокая	Чистая денежная позиция 121,7 млрд \$ при потоке -5,9 млрд \$
Риски	● медведь	высокий	средняя	Обязательства по закупкам 811 млрд \$
Техника и опционы	● смешанный	низкий	высокая	Цена ниже 50-дневной 352,84, выше 200-дневной 329,71
Консенсус	● медведь	средний	высокая	421,79 \$ при нуле рекомендаций продавать
Институциональные потоки	● нейтрально	низкий	низкая	Институционалы 62,81 %, короткие 0,52 %

Сигналы расходятся в одном месте, и расхождение стоит назвать: рост и ров дают сильный бычий сигнал, оценка и риски — сильный медвежий. Итоговый вывод собран из всех девяти строк, а наибольший вес несут три — оценка стоимости, финансовое здоровье и риски. Низкая уверенность при низком весе стоит в строке институциональных потоков: данные по держателям за II квартал 2026 года раскрыты не полностью.

Alphabet остаётся сильнейшим бизнесом группы мегакапитализаций по качеству выручки и по позиции в поиске, но покупается сегодня по цене, которая требует одновременно двукратного ускорения роста и сохранения множителя. Между этими требованиями и фактическим отрицательным денежным потоком лежит расхождение в 27,6 %, и закрывает его либо рост отдачи от вложений, либо снижение цены.

Направление — сокращать: держателю крупной позиции разумно уменьшить её, покупателю — дожидаться либо цены 250 \$, либо доказательства, что поток вернулся в плюс.

Триггеры пересмотра тезиса

Метрика	Порог	Что означает для тезиса
Свободный денежный поток квартала	> 0 два квартала	Тезис сломан, стоимость уходит к 300–380 \$
Рост выручки Google Cloud	< 50 %	Экономика роста ухудшилась, стоимость к 200–230 \$
Маржа Google Cloud	< 33 %	Аренда мощностей съедает отдачу
План капвложений 2027 года	> 260 млрд \$	Дефицит потока продлевается ещё на год
Выкуп акций за квартал	> 10 млрд \$	Менеджмент считает пик вложений пройденным



Метрика	Порог	Что означает для тезиса
Переоценка вложений за квартал	> 20 млрд \$	Разрыв между прибылью GAAP и операционной растёт
Валовой долг	> 200 млрд \$	Вопрос переходит к структуре капитала
Подразумеваемая волатильность ноябрьской серии	> 40 %	Рынок начал закладывать разрыв в потоке

Рамка решений

Входить имеет смысл в диапазоне 210–250 \$, тезис отменяется выше 380 \$, сценарии дают целевой диапазон 170–381 \$. Все три числа рассчитаны на 12.08.2026.

Условие	Срок реакции	Что меняет в тезисе	Что уровень провоцирует	Направление
Цена выше 380 \$	до закрытия недели	Бычий сценарий отыгран целиком	набор позиции вслед за движением	● выходить
Цена ниже 250 \$	в течение квартала	Расхождение с оценкой закрыто	закрытие позиции на просадке	● держать
Свободный поток выше нуля два квартала	до второго отчёта	Красная нить порвана, тезис снят	—	● наращивать
Рост Cloud ниже 50 %	до ближайшего отчёта	Медвежья ветвь становится базовой	—	● сокращать
Маржа Cloud ниже 33 %	до ближайшего отчёта	Аренда мощностей подтверждена цифрой	—	● сокращать
Капвложения 2027 выше 260 млрд \$	до ближайшего отчёта	Дефицит потока продлён на год	бездействие перед отчётностью	● сокращать
Выкуп выше 10 млрд \$ за квартал	до ближайшего отчёта	Возврат капитала восстановлен	—	● держать
Продажа биржи AdX по решению суда	в течение квартала	Сеть партнёров теряет часть выручки	закрытие позиции на новости	● хеджировать

Профили входа

Консервативный профиль ждёт отчёта за III квартал и подтверждения красной нити: покупка обсуждается только после цены ниже 250 \$ либо после положительного свободного потока. Умеренный профиль допускает пробную покупку от 265 \$ с добором ниже 230 \$ или при возобновлении выкупа акций. Агрессивный профиль работает от сегодняшней цены и требует собственной вероятности бычьего сценария выше 45 % против 25 % в выпуске. Отказ от идеи для всех трёх профилей один — цена выше 380 \$ или положительный поток два квартала подряд. Уровень отмены тезиса общий на весь выпуск и стоп-уровнем профиля не подменяется. Размер позиции и доля портфеля остаются за читателем.



Риск и доходность

Ход до целевой оценки 248 \$ даёт -27,6 % от цены закрытия, ход до уровня отмены 380 \$ — плюс 11,0 %. Соотношение выходит 2,5 к 1 в пользу сокращения позиции. Взвешенная ожидаемая доходность по сценарной таблице -20,6 %, и она мягче итоговых -27,6 % ровно на вес расчёта дисконтированных потоков: сценарии считаются по выходным множителям, а расчёт потоков даёт 192,8 \$ и тянет итог вниз.

Свод контраргументов

Сильнейшие доводы против выпуска

Спрос на вычисления упирается в мощность, а не в цену: бэклог облака 513,9 млрд \$ подтверждён контрактами, и мощность строится под заказ, а не в пустоту

Чистая денежная позиция 121,7 млрд \$ и покрытие процентов 65,6 делают финансовый риск теоретическим — компания может строить в убыток годами

Доли в SpaceX и Anthropic — настоящий актив стоимостью 124,3 млрд \$ непубличных вложений плюс 94,1 млрд \$ пакета SpaceX, а не бухгалтерская фикция

Поиск ускорился до 16,8 % — быстрее, чем в любом квартале двух прошлых лет; тезис о вытеснении поиска чат-ботами данными не подтверждается

Займствование под 5 % при рентабельности вложенного капитала 24,9 % арифметически выгодно, пока отдача сохраняется

Вопросы к менеджменту

Что спросить на ближайшей телефонной конференции

Какой срок службы применяется к ускорителям и серверам, купленным в 2025–2026 годах, и как он изменился за два года

Какую часть бэклога облака 513,9 млрд \$ формируют лаборатории искусственного интеллекта и какие условия оплаты в этих контрактах

Насколько снизится маржа Cloud в III квартале из-за аренды сторонних мощностей — в процентных пунктах

При каком условии возобновится выкуп акций при неиспользованном разрешении 69,5 млрд \$

Чьи обязательства покрывают кредитные гарантии предельным объёмом 43,8 млрд \$ и при каких сценариях они срабатывают

В чём преимущество после прочтения

Что читатель знает сверх новостной ленты

Прибыль на акцию 9,11 \$ и трейлинговый множитель 17,2 описывают переоценку чужих акций, а не работу компании; операционный множитель равен 34

Судьбу компании в ближайшие два года решает одна публикуемая цифра — квартальный свободный денежный поток, а не рост выручки

Цена 342,37 \$ достигается только при стоимости капитала 7,43 %; расчёт по модели даёт 9,78 %, и разница в 2,35 процентного пункта — это и есть расхождение с рынком

Точка отмены тезиса лежит на 380 \$ и на двух подряд положительных кварталах по потоку — не на новостях о моделях и не на рейтингах аналитиков



Недельная проверка на пять минут

Что смотреть	Порог	К какой строке рамки ведёт
Цена закрытия недели	380 \$ / 250 \$	Выходить выше 380 \$, держать ниже 250 \$
Недельный объём против среднего	> 1,5×	Проверка строки о цене выше 380 \$
Доля коротких позиций в свободном обращении	> 2 %	Строка о продаже биржи AdX: рынок закладывает исход
Доходность десятилетних бумаг Казначейства	> 5,0 %	Строка о капвложениях: стоимость капитала растёт, оценка падает
Новости по рекламному делу и жалобам в Европе	решение суда	Строка о продаже биржи AdX, направление — хеджировать

Три красные строки из пяти означают внеплановый пересмотр тезиса, не дожидаясь квартальной отчётности.

Красная нить, сверка

Квартальный свободный денежный поток выше нуля два квартала подряд при росте выручки быстрее 18 % ломает тезис и даёт стоимость 300–380 \$; поток ниже нуля тезис подтверждает и оставляет стоимость 200–260 \$. Пороги совпадают с резюме.

Итоговая рекомендация

Сокращать. Уверенность средняя: отчётность и рыночные данные полны, но вывод опирается на прогноз капвложений 2027 года, который компания пока не назвала числом. Рекомендуемый горизонт удержания вывода — до отчёта за IV квартал 2026 года, когда план вложений будет объявлен.

Alphabet зарабатывает 40,8 млрд \$ операционной прибыли в квартал и вкладывает в мощности 44,9 млрд \$. Рынок платит 17,2 годовой прибыли за компанию, где семь из десяти долларов прибыли до налога принесла переоценка чужих акций, а свободный денежный поток впервые с выхода на биржу в 2004 году ушёл в минус.



● Бумага стоит 4,2 трлн при 62,8 % институционального владения

рыночный снимок · Д1

Данные на: 12.08.2026, закрытие рынка

Что меряем	Сколько	Ориентир
Цена закрытия, \$	342,37	-0,18 % за день, посмаркет 341,98
Капитализация	4,20 трлн \$	Стоимость предприятия 4,09 трлн \$
Диапазон 52 недель, \$	197,46-404,47	Текущая цена — 70 % диапазона
Средний объём за 20 дней, млн шт.	21,11	Объём дня 15,90 млн, 0,75 от среднего
Прибыль на акцию за 12 месяцев, \$	19,93	Без переоценки вложений около 10,1
Цена к прибыли за 12 месяцев	17,18	К операционной прибыли — 34
Форвардная цена к прибыли	25,38	К прибыли 2027 года — 23,2
Цена к выручке	9,41	83-й перцентиль ряда из 782 дней, медиана 6,42
Стоимость предприятия к прибыли до амортизации	23,67	К операционной прибыли — 27,71
Стоимость предприятия к выручке	9,18	Цена к балансу — 6,55
Бета за пять лет	1,24	Волатильность выше рынка
Дивиденд на акцию в год, \$	0,88	Доходность 0,26 %, выплата 4,4 % прибыли
Экс-дивидендная дата	04.09.2026	Квартальный дивиденд 0,22 \$
Доля коротких позиций в свободном обращении, %	0,52	2,47 дня на покрытие, месяцем ранее 58,49 млн шт.
Институционалы / инсайдеры, %	62,81 / 9,87	Свободное обращение 10,63 млрд акций
Членство в индексах	S&P 500, Nasdaq-100	Пассивный спрос устойчив
Ближайшая отчётность	конец октября 2026	Дата не объявлена

Квант-рейтинг издателя по бумаге на дату среза не рассчитывается: GOOG в покрытие модели не входит, поэтому сверка с квантом не проводилась.



Сопоставимыми считаются пять компаний — Microsoft, Amazon, Meta, Apple и NVIDIA; во всех сравнительных разделах группа остаётся неизменной. Отбор шёл по трём условиям: тот же сектор коммуникаций и технологий с платформенной моделью, капитализация в диапазоне от 0,2 до 5 капитализаций Alphabet, сопоставимая модель монетизации через рекламу, облако или устройства.



Источник: цены Yahoo Finance, выручка из форм 10-K и 10-Q · цена к выручке за 12 месяцев по разводнённым акциям · период 30.06.2023 — 12.08.2026, 782 торговых дня

Вывод. Alphabet стоит дороже собственной трёхлетней нормы по выручке и дешевле группы аналогов по прибыли, и расхождение объясняется раздутым знаменателем: переоценка вложений увеличила прибыль. Относительно ключевых конкурентов положение прочное — выручка растёт на 21,4 % против 19,6 % у Microsoft и 15,1 % у Amazon при более высокой валовой марже, чем у обеих.



● Реклама даёт 79 % выручки, облако — весь прирост маржи

бизнес-модель · Д2

Направление	Выручка II кв., млрд \$	Доля выручки, %	Операционная прибыль, млрд \$
Google Services	94,5	78,9	39,5
Google Cloud	24,8	20,7	8,8
Other Bets	0,4	0,3	-1,8
Расходы уровня группы	—	—	-5,8
Итого	119,8	100,0	40,8

Регион	Выручка II кв., млрд \$	Доля, %	Год назад, %
США	60,8	51	48
Европа, Ближний Восток, Африка	32,5	27	29
Азия и Тихоокеанский регион	19,3	16	17
Прочая Америка	7,0	6	6

Отрасль проходит фазу капитальной гонки: Amazon, Microsoft, Meta и Alphabet вместе направят на основные средства более 700 млрд \$ в 2026 году против 410 млрд \$ годом ранее. Alphabet входит в эту фазу с сильнейшей позицией по выручке и слабейшей по свободному потоку среди трёх компаний с положительной маржой.

Сценарий на 12–24 месяца	Вероятность	Выручка 2027, млрд \$	Операционная маржа, %	Что произойдёт
Медведь	25 %	560	30,0	Аренда мощностей режет маржу облака
База	50 %	607	32,5	Рост держится, амортизация давит
Бык	25 %	640	34,5	Мощность заполняется быстрее срока

Вывод. Модель остаётся двухопорной: реклама финансирует вложения, облако создаёт прирост. Триггер пересмотра: доля Google Cloud выше 25 % выручки при марже направления выше 35 % перенесёт основную опору тезиса с рекламы на облако и потребует пересчёта множителя.



● Ров держится на дистрибуции, а не на модели

продукт и ров · Д3

Конкурент	В чём сильнее Alphabet	В чём слабее	Куда движется доля
Microsoft	Маржа свободного потока 20,2 % против 12,0 %; прибыльность облака выше	Облако растёт медленнее: 19,6 % против 21,4 % по выручке группы	Паритет в корпоративном облаке
Meta	Стоит 13,7 прибыли до амортизации против 23,7 при том же росте 21,5 %	Нет облачного направления и собственных ускорителей	Расходится по рынкам
Amazon	Крупнейшая доля инфраструктурного облака	Свободный поток отрицателен, маржа группы 12,1 %	Alphabet сокращает отставание
OpenAI	Скорость вывода моделей и охват аудитории чатом	Нет собственной дистрибуции через браузер и телефон, зависит от чужих мощностей	Доля в запросах растёт

Ров Alphabet держится на четырёх опорах. Поиск стоит по умолчанию в браузере Chrome и на устройствах Android, и решение суда 2025 года запретило эксклюзивные договоры, но оставило платежи за размещение. Индекс поиска и историю запросов конкуренты получают частично и по тому же решению суда. Собственные ускорители TPU снижают себестоимость вычислений. Рекламодатель, работающий через инструменты Google, теряет при уходе накопленные модели атрибуции.

За два года ров менялся в обе стороны. Поиск ускорился до 16,8 %, приложение Gemini прошло отметку миллиарда пользователей в месяц — обе цифры говорят об усилении. Против них стоят запрет эксклюзивных договоров, обязанность делиться данными поиска в течение шести лет и уход четырёх ведущих исследователей в августе 2026 года. Ров получает 7 баллов из 10: дистрибуция и данные остаются недоступными конкурентам, но преимущество в самих моделях перестало быть очевидным.



● Инсайдеры продают по планам, покупок нет

менеджмент и инсайдеры · Д4

Сундар Пичаи возглавляет Alphabet с 2019 года и одновременно руководит Google, совмещая посты генерального директора обеих структур. Основатели сохраняют голосующий контроль через акции класса B, а держатель класса C, к которому относится тикер GOOG, права голоса не имеет вовсе. Управленческого рычага у миноритария нет по конструкции, и это постоянное свойство бумаги, а не событие.

Дата	Персона и роль	Сделка	Акций, шт.	Сумма, млн \$	Тип сделки
04.02– 18.03.2026	Сундар Пичаи, генеральный директор	продажа	130 000	40,6	план 10b5-1
17.02– 29.06.2026	Кент Уокер, президент по глобальным вопросам	продажа	65 585	19,9	план 10b5-1
16.03– 15.06.2026	Джон Хеннесси, председатель совета	продажа	4 373	1,5	план и дискреционные
02.02– 01.04.2026	Эми Тюнер О'Тул, главный бухгалтер	продажа	2 505	0,8	план 10b5-1
26.06– 29.07.2026	Марсида Сараджи, главный бухгалтер	продажа	898	0,3	план 10b5-1
02.03– 30.07.2026	Фрэнсис Арнольд, директор	продажа	612	0,2	план 10b5-1

Продажи Сундара Пичаи на 40,6 млн \$ и Кента Уокера на 19,9 млн \$ превышают порог существенности выпуска в 5 млн \$ и разбираются отдельно. Факт: за шесть месяцев шесть инсайдеров продали бумаги на 63,3 млн \$, покупок нет ни одной. Контекст: все крупные продажи прошли по заранее оформленным планам, идут равномерными долями каждый месяц и совпадают с датами перехода прав по вознаграждению; доля инсайдеров во владении осталась 9,87 %, а сама сумма 63,3 млн \$ равна 0,0015 % капитализации. Продажи генерального директора прекратились после 18 марта и за пять месяцев не возобновлялись, а кластерных сделок — трёх и более инсайдеров в одном направлении в пределах 30 дней — за период не было. Вывод: сигнал нейтральный. Систематических продаж уходящих руководителей нет, отмены планов с личными покупками тоже нет, и иерархия сигналов не срабатывает ни в одну сторону.

Институциональное владение остаётся преимущественно пассивным: три крупнейших держателя — индексные управляющие Vanguard, BlackRock и State Street с долями 7,73 %, 6,55 % и 3,47 % по раскрытию на июнь 2025 года. Более свежего раскрытия по всем трём в открытых источниках на дату среза не обнаружено. Отчёты за II квартал 2026 года подаются до 14 августа, поэтому изменение долей за квартал на дату выпуска увидеть нельзя.



● Выручка выросла на 45 % за три года, капвложения — вчетверо фундаментал и допущения прогноза · Д5

Что меряем	2023	2024	2025	12 месяцев
Выручка, млрд \$	307,4	350,0	402,8	445,9
Рост выручки, %	8,7	13,9	15,1	20,1
Операционная прибыль, млрд \$	84,3	112,4	129,0	147,6
Операционная маржа, %	27,4	32,1	32,0	33,1
Валовая маржа, %	56,6	58,2	59,7	60,9
Чистая прибыль, млрд \$	73,8	100,1	132,2	244,1
Прибыль на акцию, \$	5,80	8,04	10,81	19,93
Операционный поток, млрд \$	101,7	125,3	164,7	185,7
Капвложения, млрд \$	32,3	52,5	91,4	132,4
Свободный поток, млрд \$	69,5	72,8	73,3	53,3
Маржа свободного потока, %	22,6	20,8	18,2	12,0
Компенсация акциями, млрд \$	22,5	22,8	25,0	28,1

Прибыль на акцию по стандартам отчётности и без них расходится только в 2026 году, и причина одна — переоценка вложений. До 2025 года включительно компания не публиковала отдельную очищенную прибыль, потому что расхождение оставалось незначимым; за II квартал 2026 года разница выросла до 9,11 против 2,85 \$.

Качество прибыли и баланс	Сколько	Что означает
Компенсация акциями к выручке, %	6,3	Нераспределённая часть 59,1 млрд \$ на 2,7 года
Изменение числа акций за полугодие, %	+1,2	Разводнение вместо выкупа
Гудвил и нематериальные активы к активам, %	6,3	После покупок Wiz и Intersect
Долг к прибыли до амортизации	0,70×	Покрытие процентов 65,6
Рентабельность собственного капитала, %	48,7	Рентабельность вложенного капитала 24,9 %
Рентабельность вложенного против стоимости капитала	+15,1 п.п.	Компания создаёт стоимость сверх стоимости капитала
Обязательства по аренде вне баланса, млрд \$	14,6	Долгосрочная часть операционной аренды

Прирост выручки за квартал 23,4 млрд \$ распределился так: облако дало 11,1 млрд \$, поиск — 9,1 млрд \$, подписки и устройства — 1,7 млрд \$, YouTube — 1,3 млрд \$, а сеть партнёров отняла 0,05 млрд \$. Вклад покупки Wiz, закрытой 11 марта, учитывается внутри облака и отдельно не раскрывается. Операционный рычаг за три года: выручка выросла на 138,5 млрд \$, операционная прибыль — на 63,3 млрд \$, то есть 45,7 цента прибыли на каждый доллар прироста выручки.



Модель распределения капитала развернулась по фактическим действиям, а не по заявлениям. В 2025 году компания вернула акционерам 45,7 млрд \$ выкупом и 10,2 млрд \$ дивидендами. В первом полугодии 2026 года выкуп равен нулю, дивиденды сохранены на уровне 5,2 млрд \$, а привлечено 105,8 млрд \$ долга и акционерного капитала. Приоритет сместился к вложениям в мощности и покупкам: Wiz за 29,5 млрд \$ и Intersect за 5,9 млрд \$ закрыты в марте. Ни одна из сделок не превышает 10 % капитализации и не меняет долговую нагрузку больше чем на половину прибыли до амортизации, поэтому отдельного разбора существенной сделки здесь нет.

Допущение базового сценария	Сколько	Обоснование
Рост выручки 2026 / 2027, %	23,6 / 21,9	Средний прогноз 50 аналитиков
Рост выручки к 2035 году, %	4,0	Замедление до номинального роста экономики
Операционная маржа, %	32,5–34,5	Давление амортизации против рычага масштаба
Капвложения к выручке 2026, %	40,2	Прогноз компании 195–205 млрд \$
Капвложения к выручке 2035, %	18,5	Нормализация после цикла вложений
Изменение оборотного капитала к приросту выручки, %	1,5	Фактическая динамика полугодия
Эффективная ставка налога, %	19,1	Фактическая ставка I полугодия 2026
Компенсация акциями	денежный расход	Учтена внутри операционной прибыли, обратно не добавляется

Вывод. Компания усиливается по выручке и марже и слабеет по денежному потоку: маржа свободного потока упала с 22,6 % в 2023 году до 12,0 % за последние 12 месяцев. Триггер пересмотра: маржа свободного потока ниже 8 % по итогам 2026 года переведёт компанию из категории генератора наличности в категорию капиталоемкого бизнеса, и множитель по группе аналогов перестанет применяться.



● Премия к Meta не оплачена ростом

мультипликаторы против аналогов · Д6

Компания	Форвардная цена к прибыли	Цена предприятия к прибыли до амортизации	Цена предприятия к выручке	Рост выручки, 3 года, %	Маржа свободного потока, %
Alphabet	25,38	23,67	9,18	21,4	12,0
Microsoft	24,99	19,14	11,18	19,6	20,2
Meta	18,07	13,65	6,56	21,5	18,0
Amazon	28,77	17,83	3,88	15,1	-1,4
Apple	33,01	25,89	9,32	10,7	29,3
NVIDIA	22,49	32,55	21,25	47,3	47,0

Прямое сравнение с Meta вскрывает разрыв, который ростом не объясняется. Ожидаемый рост выручки практически одинаков — 21,4 против 21,5 % в год на трёхлетнем горизонте, — а Alphabet стоит 23,7 прибыли до амортизации против 13,7 у Meta, то есть на 73 % дороже. Маржа свободного потока у Meta выше: 18,0 против 12,0 %. Премию оплачивают не рост и не поток, а положение в поиске и облаке.

Зависимость множителя от роста по шести компаниям не прослеживается: Apple при росте 10,7 % стоит 25,9 прибыли до амортизации, Meta при росте 21,5 % — 13,7. Шести точек мало для устойчивой зависимости, поэтому сравнение ведётся попарно, а не по линии. Ни одна компания из группы не исключена из средних, поэтому вопрос последовательности исключения не возникает. Мультипликатор прибыли у Amazon и Alphabet искажён разово: у первой — низкой базой прибыли, у второй — переоценкой вложений, поэтому приоритет отдан отношению стоимости предприятия к прибыли до амортизации и к выручке.



● Коротких позиций 0,52 % — ставки против бумаги нет

держатели и короткие позиции · Д7

Что меряем	Сколько	Динамика
Институциональное владение, %	62,81	Преимущественно индексные фонды
Владение инсайдеров, %	9,87	Голосующий контроль через класс В
Свободное обращение, млрд акций	10,63	Всего в обращении 12,23 млрд
Короткие позиции, млн акций	55,65	Месяцем ранее 58,49 млн
Доля коротких в свободном обращении, %	0,52	Порог настороженности 10 % не достигнут
Дней на покрытие	2,47	Риска короткого сжатия нет
Членство в индексах	S&P 500, Nasdaq-100	Пассивный спрос устойчив

Вывод. Ставки против бумаги на рынке нет: 0,52 % свободного обращения и 2,47 дня оборота исключают и давление коротких продавцов, и потенциал их принудительного закрытия. Для медвежьего вывода выпуска это довод против скорости реализации, а не против направления — расхождение с рынком закрывает отчётность, а не позиционирование.



● Консенсус ставит 421,79 и стоит против выпуска

консенсус аналитиков · Д8

Что меряем	Сколько	Ориентир
Число аналитиков	63	В марте было 69
Средний прогноз цены, \$	421,79	Апсайд 23,2 %
Медианный прогноз, \$	425,00	Минимум 340, максимум 475
Покупать сильно / покупать	44 / 13	В марте 50 / 13
Держать / продавать	6 / 0	Рекомендаций продавать нет
Прогноз выручки 2026, млрд \$	497,7	Рост 23,6 %
Прогноз прибыли на акцию 2026, \$	20,58	На 2027 год — 14,73, падение 28,4 %

Пересмотры за 90 дней разнонаправленны: Bank of America поднял цель с 370 до 430 \$ 3 августа, Oppenheimer снизил с 445 до 400 \$, J.P. Morgan — с 460 до 420 \$ 23 июля, Scotiabank сохранил 450 \$. Число рекомендаций «покупать сильно» сократилось с 50 в марте до 44 в августе, а рекомендаций продавать по-прежнему нет ни одной.

Обе стороны опираются на цифры. За рост говорят облако, прибавившее 81,8 % и вышедшее на маржу 35,6 %, бэклог 513,9 млрд \$ размером в четыре года выручки направления и поиск, ускорившийся до 16,8 %. Против говорят свободный поток квартала минус 5,9 млрд \$, капвложения, поднятые до 195–205 млрд \$ третий раз за год, и обязательства по закупкам 811 млрд \$, выросшие почти на 500 млрд \$ за квартал.

Вывод. Вывод выпуска расходится с консенсусом по направлению: 248 \$ против 421,79 \$, то есть на 41 %. Расхождение лежит не в прогнозе выручки — он взят из того же консенсуса, — а в цене, которую стоит платить за выручку, купленную капвложениями в 40 % от неё.

● **Страховка стоит 3,6 % при фактическом размахе 49,7 %**

техника и опционный рынок · Д9

Уровень или мера	Сколько	Что меняет в плане
Сопротивление: максимум 13.05.2026, \$	399,04	Выше — бычий сценарий отыгран
Сопротивление: максимум 04.08.2026, \$	375,35	Ближняя граница диапазона
Скользкая средняя за 50 дней, \$	352,84	Цена ниже — импульс вниз
Скользкая средняя за 200 дней, \$	329,71	Первая опора медвежьего сценария
Поддержка: минимум после отчёта 23.07, \$	318,34	Пробой открывает путь к 250 \$
Относительная сила к S&P 500 за 3 месяца, п.п.	-15,4	Отставание началось после майского пика
Относительная сила к S&P 500 за 12 месяцев, п.п.	+48,3	Годовой результат остаётся сильным
Фактический размах за месяц, %	49,7	За год — 31,9 %
Подразумеваемая волатильность, 21.08, %	28,3	49-й перцентиль пятилетнего ряда фактического размаха

Подразумеваемая волатильность 28,3 % стоит ровно у медианы пятилетнего ряда фактического размаха, равной 28,7 %, тогда как фактический размах последнего месяца достиг 49,7 %. Защита опционами обходится дешевле фактических колебаний бумаги — редкое сочетание перед отчётностью. Держателю, который не хочет закрывать позицию до октября, покупка пута обойдётся дешевле продажи части позиции.



● Что осталось непроверенным

статус выполнения · Д10

Раздел	Статус	Чего не хватает
Рыночный снимок	частично	Квант-рейтинг издателя: бумага вне покрытия модели
Бизнес-модель	выполнено полностью	—
Продукт и ров	частично	Доли рынка облака по провайдерам не раскрываются эмитентом
Менеджмент и инсайдеры	частично	Изменение долей институционалов за II квартал 2026: отчёты подаются до 14.08
Фундаментал	выполнено полностью	—
Мультипликаторы аналогов	частично	Зависимость множителя от роста не строилась: шесть точек
Держатели и короткие позиции	частично	Разделение держателей на активных и пассивных — на одном источнике
Консенсус	выполнено полностью	—
Техника и опционный рынок	частично	Дилерская гамма-экспозиция: данных в открытых источниках нет
Шаг о прибыли	выполнено полностью	—
Шаг о денежном потоке	выполнено полностью	—
Шаг о финансировании	выполнено полностью	—
Шаг об облаке	частично	Вклад покупки Wiz в рост направления эмитентом не раскрывается

Ключевые цифры выпуска	Сколько
Цена к прибыли за 12 месяцев / к операционной прибыли	17,18 / 34
Стоимость предприятия к прибыли до амортизации	23,67
Долг к прибыли до амортизации	0,70×
Маржа свободного денежного потока, %	12,0
Доля коротких позиций в свободном обращении, %	0,52
Оценка рва по шкале 1–10	7
Средний прогноз аналитиков и апсайд	421,79 \$ / +23,2 %
Взвешенная справедливая стоимость и отклонение	248 \$ / -27,6 %
Соотношение риска и доходности	2,5 : 1



● Опционный оверлей и распределение открытого интереса

опционы: оверлей и открытый

интерес

Конструкция	Страйк и срок	Цена, \$ за акцию	Зачем
Покупка пута	300, 20.11.2026	6,70	Защита ниже медвежьей опоры
Покупка пута	320, 20.11.2026	12,12	Защита у нижней границы диапазона
Продажа покрытого колла	380, 20.11.2026	11,45	Продажа у уровня отмены тезиса
Стрэддл на деньгах	340, 20.11.2026	47,60	Оценка события: 13,9 % цены

Экспирация 18.09.2026	Открытый интерес, коллы	Открытый интерес, путы	Что назначает уровень
Страйк 330	4 659	27 403	Крупнейшее скопление защиты
Страйк 350	13 492	7 383	Ближний потолок
Страйк 360	4 523	11 335	Смешанная зона
Страйк 400	10 220	994	Цель бычьей стороны
Страйк 430	12 556	250	Дальняя цель бычьей стороны

Точка максимальной боли ближайшей крупной экспирации 18.09.2026 равна 340 \$ и практически совпадает с ценой закрытия. Отношение путов к коллам по открытому интересу той же серии равно 1,00, то есть перекоса позиций нет. Дилерская гамма-экспозиция в открытых источниках не публикуется.



● Ограничения и термины

ограничения материала и словарь

Материал построен на публичной отчётности эмитента, рыночных котировках и открытых источниках на дату среза. Рыночные величины меняются ежедневно, отчётные — раз в квартал, поэтому часть выводов теряет силу с выходом следующей отчётности.

Прогнозные величины опираются на допущения, названные в разделе оценки. Вероятности сценариев отражают оценку аналитика, а не измеренную частоту. Расчёт дисконтированных потоков чувствителен к стоимости капитала и терминальному росту, и диапазон этой чувствительности приведён в самом разделе.

Термины и определения

FCF — свободный денежный поток — операционный поток за вычетом капитальных вложений.

SBC — компенсация акциями — вознаграждение сотрудников собственными акциями компании.

ROIC / WACC — рентабельность вложенного капитала и средневзвешенная стоимость капитала.

DCF — оценка по дисконтированным денежным потокам.

SOTP — оценка по сумме частей — сложение стоимостей отдельных направлений.

Ров — экономический ров — устойчивое конкурентное преимущество, защищающее прибыль.

Short interest — доля коротких позиций в свободном обращении.

Days-to-cover — число дней среднего оборота, нужное для закрытия всех коротких позиций.

IV / HV — подразумеваемая и фактическая волатильность.

Max pain — страйк, при котором суммарная выплата держателям опционов минимальна.

13F — квартальный отчёт институционального держателя о позициях.

Form 4 / 10b5-1 — форма инсайдерской сделки и заранее оформленный план продаж.

Бэклог — законтрактованная выручка, ещё не признанная в отчёте.

Стрэдл — покупка колла и пута с одним страйком — ставка на размах, а не на направление.