



**TENIZ CAPITAL**  
INVESTMENT BANKING

# Конверсия и открытие: два пути Германии и Японии в оборонный суперцикл



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

## Конверсия и открытие: два пути Германии и Японии в оборонный суперцикл

18 апреля в Канберре представители Mitsubishi Heavy Industries и министерство обороны Австралии подписали контракт на первые три фрегата класса Mogami из одиннадцати, которые Токио поставит союзнику за \$10 млрд. Крупнейший оборонный экспортный заказ в истории послевоенной Японии японский премьер Санаэ Такаити получила через шесть месяцев после вступления в должность.

В тот же день во Франкфурте закрылась сессия, сделавшая трёхлетнюю доходность Rheinmetall сопоставимой с Nvidia. Компания, которая всего два года назад классифицировала автомобильный бизнес, дивизион Power Systems, как неключевой актив, подлежащий продаже, теперь отгружает бронетехнику со сборочных линий, где прежде собирались компоненты для Mercedes и BMW.

Два события, две страны, одна траектория. Глобальные военные расходы в 2024 г. впервые превысили \$2.72 трлн (SIPRI), десятый год подряд демонстрируя рост. Капиталовложения стран европейского блока НАТО в сферу обороны растут со среднегодовым темпом 10–12%, Япония подошла к целевому показателю 2% ВВП на несколько лет раньше плана, а на франкфуртской и токийской биржах впервые с 1980-х сформировалась отдельная high-margin, high-visibility категория industrial equities.

Но читать немецкую и японскую истории как единый "от автопрома к обороне" нарратив было бы ошибкой. Это два разных механизма, имеющие разные движущие силы для пересмотра стоимости и разным профилем возвратов. Германия проходит через конверсию: капитал, инженерные кадры и промышленные активы перетекают из компрессирующегося автопрома в оборонную индустрию. Япония переживает открытие: экспортная либерализация, расширение индустриальной базы и сдвиг в основополагающей военной доктрине впервые с 1945 г. создают структурно новый канал для корпораций, исторически жёстко привязанных к внутреннему контрактному рынку.

Оба пути совместимы с базовым тезисом оборонного суперцикла. Но триггеры их следующих фаз, бенефициары и риски различаются достаточно, чтобы строить по ним разные позиции.

### Германия как конверсия

Кабинет Фридриха Мерца утвердил оборонный бюджет-2026 на уровне €108.2 млрд: €82.69 млрд регулярных ассигнований плюс €25.5 млрд из Sondervermögen, целевого внебюджетного фонда. Это примерно 2.8% ВВП и продолжение десятилетнего плана на €500 млрд для Бундесвера, принятого в июне 2025 г. К 2029 г. Берлин обязался довести базовые военные расходы до 3.5% ВВП, а с учётом нового двухкомпонентного стандарта НАТО, согласованного на Гаагском саммите в июне 2025 г. (3.5% core + 1.5% infrastructure), общие обязательства достигают 5% ВВП к 2035 г.

Только в первом квартале 2026 г. Германия выпускает долговых бумаг примерно на €174 млрд для покрытия оборонных и инфраструктурных расходов. Происходит реструктуризация суверенного финансового следа под постоянный многолетний уровень капиталовложений, что противоречит принципам рационализации военно-промышленного комплекса, действовавшим после холодной войны.

Список заказов 2025–2026 гг. демонстрирует масштаб. 35 истребителей F-35A с системами и инфраструктурой за €10 млрд. Тысяча Leopard 2A8, 3,500 Boxer, 5,000 Patria 6x6. Дополнительная партия Eurofighter. Patriot и MEADS. Фрегаты F126 и F127. Закон о всеобщей воинской обязанности, вступивший в силу 1 января 2026 г., закрывает политический дебат о долгосрочной устойчивости новой траектории.



На параллельном треке ЕС через программу SAFE создал наднациональный канал финансирования на €150 млрд, снижающий суверенный политический риск для корпоративных стратегий ведущих оборонных корпораций Европы.

Одновременно немецкая тройка автопроизводителей закрыла 2025 г. с худшими показателями за многие годы. Чистая прибыль Mercedes составила €5.3 млрд, -48.8% год к году. Операционная прибыль Volkswagen обвалилась на 54%; концерн объявил о сокращении 35 тыс. рабочих мест. BMW закончил первое полугодие с падением выручки на 8.2% и чистой прибыли на 29%. Продажи немецкой тройки в Китае, по данным Reuters, просели примерно на 25% с 2020 г. В 2024 г. VW потерял лидерство в пользу BYD, в 2025 г. Geely обошёл VW по итогам года в совокупном китайском пассажирском сегменте. Вклад китайских СП в прибыль Volkswagen Group сжался с €4–5 млрд в 2016–17 гг. до €2.6 млрд в 2023 г. и, по корпоративным оценкам, менее €1 млрд в 2025 г.

Данные потери является фундаментальными. Goldman Sachs в начале 2026 г. пересмотрел свои рекомендации по акциям BMW и Mercedes, основываясь на тезисе о прибыльном сокращении, а не на ожидании возврата утраченных рыночных позиций. Премияльная прибыль из Китая, которая на протяжении двадцати лет выгодно субсидировала немецкий автопром, больше не вернется в прежнем объеме. Доля иностранных производителей оригинального оборудования (OEM) в китайском сегменте легковых автомобилей впервые опустилась ниже 30% в 2025 году.

Возникающие структурные изменения приводят к конверсии. Rheinmetall классифицировал Power Systems, автомобильный дивизион, как неключевой актив и выставил его на продажу. Глава компании Армин Паппергер публично позиционирует Rheinmetall как Чемпиона, ориентированного исключительно на оборону. Концерн реализует документированную стратегию гибридных заводов: физический перевод бывших автомобильных мощностей под производство артиллерии и бронетехники. Hensoldt и другие немецкие primes активно нанимают инженеров, высвобождающихся в Bosch, Continental и ZF Friedrichshafen. Программы сокращений в VW и Mercedes формируют кадровый пул в области мехатроники, сенсорики и систем контроля качества, который напрямую переносится в оборонную электронику и системы транспортных средств. Поставщики среднего бизнеса, особенно в Баден-Вюртемберге и Нижней Саксонии, переориентируют продуктовые линейки под спецификации НАТО.

Немецкая промышленная база снижает зависимость к китайскому потребительскому спросу и повышает чувствительность к заказам НАТО. Для немецкого биржевого индекса DAX это первое с 1980-х годов структурное изменение рыночной чувствительности.

Rheinmetall стал эталонным примером того, как происходит повышение мультипликаторов. FY2025: выручка €9.9 млрд (+29%), операционная маржа 18.5%, backlog €63.8 млрд (+36%), покрытие шести с лишним лет текущей выручки. Прогноз руководства компании на 2026 год предполагает €14–14.5 млрд выручки (рост на 40–45%) при маржинальности около 19%. Акции выросли на 147% за 12 месяцев и на 1,492% за пять лет. Рыночная капитализация в районе €70–80 млрд выводит Rheinmetall в первую десятку DAX, выше ряда крупных европейских банков.

На Capital Markets Day Паппергер озвучивал амбицию удвоить портфель заказов до ~€130–135 млрд в 2026 г. по мере закрытия сделки по Naval Vessels Lürssen (NVL, 27 февраля 2026 г.) и ожидаемых номинаций по немецким программам, а к 2030 г. выйти на годовой показатель выручки порядка €50 млрд при марже около 20%. Мы относимся к этим ориентирам как к долгосрочной управленческой траектории, не как к контрактному прогнозу: они требуют подтверждения через конкретное заключение контрактов, а не только через политические обязательства. Но даже консенсус аналитиков, обслуживающих продавцов, даёт €2,060 за акцию против текущих ~€1,495, что подразумевает потенциал роста около 38% без учета оптимистичных сценариев.



## Япония как открытие

Кабинет Такаити 26 декабря 2025 г. утвердил оборонный бюджет на финансовый год 2026 в ¥9.04 трлн, рост на 3.8% год к году и четырнадцатый подряд рекорд. С учетом дополнительных связанных с безопасностью ассигнований через дополнительный бюджет финансового года 2025, Токио фактически ускорил целевые 2% ВВП: на основе общих государственных расходов выходит на этот уровень уже к марту 2026 г., против изначального плана Фумио Кишиды на финансовый год 2027. Полный оборонный бюджет финансового года 2026 оценивается в ~¥10.6 трлн (\$66.5 млрд), что соответствует примерно 1.9% ВВП 2022 г. (базового показателя правительства) или около 1.5% прогнозного ВВП финансового года 2026. Точная процентная цифра остается политически чувствительной и зависит от выбранного базового показателя

Ключевое отличие от Германии состоит в том, что у японского драйвера нет конверсионного компонента. Toyota, Honda, Nissan испытывают собственное давление в Китае: совокупная доля иностранных производителей OEM в китайском пассажирском сегменте в 2025 г. впервые упала ниже 30%. Но ведущие японские оборонные подрядчики (defense primes), прежде всего Mitsubishi Heavy Industries (MHI), Kawasaki Heavy Industries и IHI, исторически представляют собой диверсифицированные конгломераты с обособленными оборонными дивизионами, структурно независимыми от автопрома. Toyota и Honda сохраняют сугубо гражданский мандат и не сигнализируют стратегический поворот. Рост ведущих японских подрядчиков идет не за счет перетока из автомобильного сектора, а через три параллельных канала.

**Первый:** расширение внутренних закупок. Заказы Министерства обороны (MoD-ордера) для Mitsubishi Heavy Industries (MHI) достигли рекордных ¥1.6 трлн на годовой основе, ведомые пятилетней программой 2023–2027 гг. на ¥43 трлн (\$275 млрд).

**Второй:** экспортная либерализация. Правила экспорта вооружений, введенные в 2014 г., фактически смягчены сильнее, чем в любой последующий период. Случай Mogami показал, что Токио готов предлагать союзным заказчикам приоритет поставки: первый корабль по австралийскому контракту будет передан раньше, чем собственным морским силам самообороны. Контракт с Канберрой, подписанный 18 апреля 2026 г., в ходе которого Mitsubishi Heavy Industries обошёл Thyssenkrupp Marine Systems (TKMS), стал крупнейшим оборонным экспортом Японии с окончания Второй мировой войны. Субподрядчики NEC, Mitsubishi Electric и Hitachi получают долю через радары, антенны и системную интеграцию. В процессе разработки, по публичным данным, находятся обсуждения с Филиппинами и Индонезией.

**Третий:** Совместная международная разработка. Программа Глобальной боевой авиационной программы (GCAP) совместно с Великобританией и Италией, развёртывание в 2035 г., ставит Mitsubishi Heavy Industries индустриальным партнёром японской стороны, а IHI делает центром компетенций по двигателю. Форсажный двигатель XF9 компании IHI на демонстраторе двигателя GCAP делит стенд с Rolls-Royce и Avio. Это новый канал доступа к конечным рынкам союзников и технологическому стеку.

Пересмотр основополагающей военной доктрины усиливает все три канала. Такаити в ноябре 2025 г. публично допустила военное вмешательство Японии в случае китайских действий против Тайваня. В апреле 2026 г. она сигнализирует намерение инициировать процесс ревизии Статьи 9 Конституции (Article 9), которая пока остается в силе и не пересмотрена: движение происходит через экспортную либерализацию и более утвердительную доктрину, не через завершённую конституционную процедуру. Институциональный момент для общей секторной переоценки наступит в случае реальной ратификации, требующей большинства в обеих палатах и национального референдума. Но рынок уже торгует траекторию, а не факт.

По нашей модели, устойчивый размер японского оборонного бюджета на горизонте пяти лет составит ¥11–13 трлн (\$80–100 млрд при текущем курсе), что выводит Японию в топ-3 оборонных покупателей мира вслед за США и Китаем.



Акции MHI выросли примерно на 75% за год до объявления австралийского контракта и ещё на 4% на самой сделке. Market cap ~¥15.2 трлн (\$102 млрд). IHI завершил FY2024 с выручкой группы ¥1,627 млрд (+23%), а сегмент Aero Engine, Space & Defense вырос на 30% до ¥556 млрд при удвоении операционной прибыли. KHI прошёл Q2 FY2025 с выручкой ¥996 млрд (+12.7%), пересмотрев прогноз заказов на +¥30 млрд за счет MoD и Boeing.

## Анатомия суперцикла

Три условия, по которым исторически определяется суперцикл, выполнены одновременно.

**Устойчивый спрос.** НАТО утвердили 3.5% основных военных расходов плюс 1.5% расходов на инфраструктуру до 2035 г. Это первое консенсусное обязательство такого масштаба со времён 1960-х. Япония ускорила достижение цели 2% ВВП, с подразумеваемой траекторией дальнейшего увеличения расходов. Украина тратит 34% ВВП на оборону, крупнейшее военное бремя в мире; даже в сценарии переговорной заморозки европейские капитальные расходы на восстановление arsenалов и замену советского наследия растягиваются на десятилетие. Военные расходы России составили 7.1% ВВП (149 млрд долларов США, +38% год к году в 2024 г.).

**Ответное наращивание мощностей.** Rheinmetall разворачивает производство 155-мм боеприпасов и порохов в Нижней Саксонии и через совместное предприятие в Румынии и Болгарии. Thyssenkrupp Marine Systems удваивает судостроительную мощность на верфи в Висмаре. Mitsubishi Heavy Industries расширяет Нагасаки под фрегаты класса Mogami. IHI, Rolls-Royce и Avio ведут разработку двигателя Глобальной боевой авиационной программы (GCAP). До 2025 г. Россия производила больше артиллерийских боеприпасов, чем совокупный европейский НАТО; это и создало политическую мотивацию для наращивания мощностей, финансируемого через целевой внебюджетный фонд (Sondervermögen) и программу SAFE. Традиционный капитальный риск инвестиций в оборонный сектор в период после холодной войны устранен государственным софинансированием.

**Прогнозируемость доходов, превышающая обычный цикл.** Мультипликаторы отношения портфеля заказов к выручке по ключевым именам радикально превышают исторические нормы. У Rheinmetall коэффициент составляет 6.4x (€63.8 млрд / €9.9 млрд), у Hensoldt 3.6x, у Thyssenkrupp Marine Systems (TKMS) ~17x (€18.7 млрд против ~€1.1 млрд годовой выручки (annualized)). Медианное значение по глобальному аэрокосмическому и оборонному секторам (A&D) исторически лежит в диапазоне 2.5–3.5x. Европейские компании сейчас торгуют в два-пять раз больший прогнозируемый объем будущих доходов, чем до 2022 г., и именно это лежит в основе устойчивого повышения рыночной оценки

Разрыв с автосектором на мультипликаторах показывает рыночный консенсус по двум сценариям.

	German Auto Big 3 (2025E)	European Defense (2025)
FWD P/E (медиана)	6–9x	35–80x
EV/EBITDA	3–5x	15–25x
Выручка 2025 YoY	минус 1 до минус 9%	+10 до +45%
Операционная маржа 2025	4–8%	15–20%
Дивидендная доходность	4–7%	0.5–1.0%

Дисконт автомобильного сектора отражает утрату наиболее ценных движущих сил (китайская премия, маржа от ДВС) как структурную потерю. Премия оборонного сектора отражает прогнозируемость денежных потоков на 5–10 лет и асимметрию потенциала роста по мере ускорения перевооружения НАТО.



#### IV. Корпоративные лидеры

**Rheinmetall** остается наиболее перспективной компанией с высокой обеспеченностью заказами на европейское перевооружение. Портфель заказов в €63.8 млрд, прогнозные ориентиры 2026 г. на €14–14.5 млрд выручки при марже около 19%, сделка по Naval Vessels Lürssen NVL добавляет €5–6 млрд военно-морского портфеля заказов и создает рамку для программ F126/F127. Портфель потенциальных заказов номинаций включает Boxer Arminius с потенциалом до €38 млрд к 2035 г., оцифровку D-LBO до €10 млрд и услуги для принимающей стороны около €7 млрд. Мультипликатор 80–90x за последние 12 месяцев выше медианы сектора, но при капитальной траектории и видимости заказов фундаментальная база под премию есть. Главный риск: выполнение планов по увеличению производственных мощностей и давление на оборотный капитал, видимое в слабом операционном денежном потоке за первое полугодие 2025 г.

**Mitsubishi Heavy Industries** получает троичный катализатор для роста: расширение программы фрегатов Mogami, Глобальная боевая авиационная программа (GCAP), и внутренние закупки. Выручка за финансовый год 2025 составила ¥5.03 трлн (+7.95%), чистая прибыль ¥245 млрд (+10.55%), пересмотренный прогноз: ¥6.7 трлн портфеля заказов и ¥260 млрд чистой прибыли. План по оборонному сегменту: удвоение выручки в оборонном сегменте до ¥1 трлн. Риск снижения защищен диверсифицированным энергетическим и инфраструктурным бизнесом: газовые турбины держат маржу выше 15%. На MHI мы смотрим как на наиболее ликвидный способ получить доступ к открытию японского рынка.

**TKMS** получил листинг на Frankfurt Prime Standard 20 октября 2025 г.; Thyssenkrupp сохранил 51%. Портфель заказов €18.7 млрд, втрое больше уровня 2020 г.; и продлен до 2040 г. Целевой показатель: 10% среднегодовой темп роста выручки, маржа EBIT более 7% в среднесрочной перспективе. Решение по канадской программе на 12 подлодок TKMS против Hanwha Ocean ожидается в мае–июне 2026 г. Военное судостроение структурно другой бизнес по сравнению с Rheinmetall: меньше операционного рычага на боеприпасы, длиннее цикл, ниже потолок маржи. Но прогнозируемость доходов сверхвысокая, а премия ликвидности после IPO еще предстоит стабилизировать. Компания для long-duration портфелей.

**Hensoldt** ведёт оборонную электронику со смещением фокуса в software-defined defence. За финансовый год 2025: выручка €2,455 млн (+10%), объем полученных заказов €4,710 млн (+62%), портфель заказов €8,833 млн (+33%), соотношение новых заказов к выполненным 1.9x. Сегмент оптики вырос на 140% за счёт Luchs 2 и Leopard 2. Прогноз на 2026 год предполагает выручку около €2,750 млн при скорректированной марже EBITDA 18.5–19%. Соотношение стоимости предприятия к EBITDA за прогнозируемый 2026 год в районе 13–15x, заметно ниже Rheinmetall. Узкое место: расширение мощностей отстает от роста заказов; портфель заказов больше 3x выручки сигнализирует риск срыва поставок одновременно с запасом спроса на несколько лет.

**INI**, центр компетенций по GCAP engine, структурно положен на центральную программу нового японского истребителя с 2035 разворачиванием. ~70% доли внутреннего рынка истребительных двигателей. F7 engine для Kawasaki P-1, XF9 на демонстраторе GCAP. KHI добавляет дивидендный профиль и диверсификацию аэрокосмического и оборонного секторов, хотя маржа коммерческого аэрокосмического сектора находится под влиянием иены и тарифов.

#### Узкие места

**Ограничения мощностей** определяют, какой из озвученных портфелей заказов превратится в выручку в 2026–2028 гг.

**Артиллерийские боеприпасы и пороха.** Нарращивание мощностей Rheinmetall и партнёров в Румынии и Болгарии рассчитано на 2026–2028 гг. Любое отставание в графике программы бьёт по финансовому году 2027.



**Судостроение.** Мощности по подводным лодкам ограничены четырьмя верфями в Европе. Сроки производства военно-морской техники от пяти до пятнадцати лет на подлодках создают стратегическое узкое место на уровне 2030-х.

**Силовые установки.** IHI, Rolls-Royce и Avio наращивают медленно: мощность производства реактивных двигателей исторически наиболее инерционный элемент в цепочке поставок аэрокосмического сектора.

**Электроника и радары.** Hensoldt фиксирует несоответствие мощностей портфелю заказов 3.6x. Европейский сегмент радиационно-стойких полупроводников и производства печатных плат остаётся узким горлом для всего фронта программно-определяемых оборонных систем.

**Военно-морские программы** имеют хронические перерасходы средств: Type 214 в Греции, F125 фрегат в Германии, класс Barracuda в Австралии до аннулирования. Это явление не является аргументом против сектора, а скорее предостережением от прямой экстраполяции портфеля заказов в операционную прибыль.

### Что может изменить идеи

**Деэскалация.** Украинское урегулирование 2026–2027 гг. способно вызвать сжатие мультипликаторов на 20–30% из-за переоценки мирного дивиденда. Многолетний портфель заказов защищает денежные потоки на 5–7 лет, но не мультипликаторы. Снижение напряженности вокруг Тайваня мы считаем менее вероятным; базовый сценарий: постоянная напряженность. Ближний Восток: урегулирование возможно, но легко реверсируется.

**Устойчивость госфинансов.** Целевой внебюджетный фонд закрывается в конце 2027 г. Удержание расходов на 2.8–3.5% ВВП потребует постоянного выпуска облигаций (~€174 млрд в 2026 г.), сокращения социальных расходов или роста налогов. Коалиция Мерца хрупка. В Японии повышение корпоративного налога и повышение табачного акциза политически трудны.

**Конституциональный риск в Японии.** Такаити сигнализирует ревизию Статьи 9, но процесс долгий. Политический сдвиг 2027–2028 гг. возможен, хотя консенсус Либерально-демократической партии (LDP) на перевооружение устойчив.

**Оценочный риск.** Коррекция Rheinmetall на 6.9% на публикации результатов за финансовый год 2025 в марте показала чувствительность к прогнозным ориентирам по марже. Мультипликатор P/E 80x ограничивает дальнейшее повышение рыночной оценки, если рост замедлится. TKMS в фазе открытия; премия IPO может частично размыться.

**ESG.** Европейские экологические, социальные и корпоративного управления ограничения на оборонный сектор частично смягчены через переклассификацию сектора как способствующего устойчивой безопасности, но обратное давление возможно при смене политического цикла. Японское общественное мнение по экспортной либерализации разделено.

### Что это значит для мировых потоков капитала

Европейский и японский сберегательный капитал три десятилетия оставался недоинвестированным в тяжелую промышленность и оборону, при этом избыточно шел в циклическое потребление, прежде всего в автопром, люкс и финансовый сектор. Сделка мирного дивиденда, работавшая с 1990 г., постепенно закрывается. В 2025 г. это уже видно по притоку средств в ETF на европейскую оборону, пересмотру мандатов крупными пенсионными фондами и сдвигу рекомендаций sell-side аналитиков. Точные агрегированные оценки по-прежнему зависят от методологии и источника, но само направление уже просматривается.



Следствие для рынка акций Европы, частичное сокращение структурного дисконта к американскому рынку. DAX исторически торговался с дисконтом к S&P 500 по прогнозному P/E из-за отраслевого состава, где велик вес автопрома, банков и других циклических компаний. Сейчас внутри европейских индексов формируется новая высокомаржинальная категория с более предсказуемой выручкой, оборонный сектор. Rheinmetall уже вошел в первую десятку DAX по капитализации и обошел ряд крупных европейских банков. Насколько далеко зайдет эта переоценка, будет зависеть от того, сохранится ли тема на горизонте 5–7 лет.

Одновременно сужается китайский канал в потоках капитала развитых рынков. Автопром десятилетиями был главным корпоративным мостом между европейским и японским капиталом и китайской экономикой. Снижение маржи немецких производителей в Китае, резкое ухудшение прибыли Mercedes и VW в 2025 г., пересмотр планов по новым инвестициям, все это укладывается в логику постепенного ослабления этого канала. На этом фоне капитал все чаще направляется в национальный оборонный контур, реиндустриализацию США и модернизацию европейской промышленности. Речь пока не о полном развороте, а о заметном изменении новых потоков.

Избыточный вес в европейском аэрокосмическом и оборонном секторе может оставаться структурной темой на 3–5 лет за счет более предсказуемых денежных потоков. Недостаточный вес в европейских циклических потребительских товарах, прежде всего в автопроме, выглядит ставкой на длительное сжатие маржи. В Японии интерес смещается к выборочной тяжелой промышленности, прежде всего к MHI и IHI, как бенефициарам либерализации экспорта и оборонного цикла, хотя у этих имен сохраняются риски через гражданские сегменты. Парная идея, длинная позиция в обороне против короткой корзины автомобильных акций, остается прямой проверкой того, идет ли речь о структурном сдвиге или рынок пока лишь разыгрывает очередную фазу цикла.

Для корпоративных казначеев и суверенных фондов в сырьевых экономиках, включая Центральную Азию, важен еще один аспект. Рост оборонных расходов повышает интерес к критическим материалам, тугоплавким металлам, графиту, редкоземельным элементам для электроники и титану для аэрокосмического сектора. Это уже отдельный инвестиционный сюжет со своей логикой доходности, который может раскрыться в 2026–2028 гг. при сохранении закупочного цикла НАТО.

## **Базовый сценарий**

В нашем базовом сценарии сектор показывает среднегодовой рост выручки на 15–20% у ведущих компаний в 2026–2028 гг., при расширении маржи на 100–200 б.п. Мультипликаторы к 2028 г. снижаются на 10–20% от текущих пиков по мере нормализации темпов роста. Совокупная доходность на трехлетнем горизонте составляет +30–50% для Rheinmetall и +40–60% для MHI.

В оптимистичном сценарии страны НАТО выходят на 3.5% по графику, MHI получает дополнительные контракты с Филиппинами, Индонезией и Канадой, а Rheinmetall заметно заходит на американский рынок. Среднегодовой рост выручки сектора ускоряется до 25–30%, при сохранении повышенных мультипликаторов. Совокупная доходность для ключевых фаворитов в этом случае составляет +80–150% за три года.

В негативном сценарии сочетаются урегулирование на Украине, разрядка между США и Китаем и ужесточение бюджетной политики в Европе. Мультипликаторы сжимаются на 30–40%, рост выручки замедляется до 8–12%. Совокупная доходность за три года уходит в диапазон от минус 10% до минус 25%, хотя многолетний портфель заказов ограничивает потенциал снижения.

Мы видим асимметричное соотношение риска и доходности на горизонте 3–5 лет в пользу компаний с наибольшей чувствительностью к европейскому циклу.



При этом долгосрочные управленческие ориентиры, например €50 млрд выручки Rheinmetall к 2030 г. или €130 млрд портфеля заказов в 2026 г., еще должны быть подтверждены конкретными контрактами, а не только политическими обязательствами. Но сама институциональная рамка, в которой сформулированы эти цели, НАТО 5% к 2035 г., Sondervermögen, SAFE, японская либерализация экспорта и GCAP, принципиально отличается от нормы, сложившейся после холодной войны. Это не всплеск, связанный с одним конфликтом. Это перестройка оборонной индустрии двух крупнейших индустриальных экономик Европы и Азии под многолетнее плато капитальных расходов, которое уже не совместимо с логикой 1990-х и 2000-х.

Триггеры следующей фазы переоценки распределены между двумя столицами. В Берлине это наращивание производственных и поставочных мощностей, а также способность переводить заказы в реальное исполнение. В Токио это каждый новый экспортный контракт и дальнейшие шаги в сторону конституционной реформы. В обоих случаях окно для институционального перераспределения капитала еще открыто, но оно постепенно сужается.

*Анализ основан на публичных источниках и собственных оценках. Позиционирование и таргеты отражают analytical judgment и не являются инвестиционной рекомендацией в регуляторном смысле.*

**Источники:** SIPRI Military Expenditure Database 2025; Rheinmetall FY2025 Annual Report; MHI Q3 FY2025 results; Hensoldt Preliminary FY2025; TKMS IPO prospectus; IHI FY2024 Annual Report; Japan MoD FY2026 budget; Deutscher Bundestag 2026 budget; NATO Hague Summit Declaration, июнь 2025 г.; S&P Global Mobility; MarkLines; Mercedes-Benz FY2025; VW FY2025 press materials; Reuters; корпоративные раскрытия.



# TENIZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

## АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,  
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,  
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,  
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,  
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: [clients@tenizcap.kz](mailto:clients@tenizcap.kz) | [tenizcap.kz](mailto:tenizcap.kz)  
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)  
+7 778 208 88 80  
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ  
[ib@tenizcap.kz](mailto:ib@tenizcap.kz)

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ  
[sales@tenizcap.kz](mailto:sales@tenizcap.kz)

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия  
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия  
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

# Investment