

# ЭсЭфАй

## НАЧАЛО АНАЛИЗА

### СТОИМОСТЬ АКТИВОВ НЕ ОТРАЖЕНА В ЦЕНЕ

Мы начинаем анализ ПАО «ЭсЭфАй» (далее — SFI), устанавливая рейтинг «Покупать» и целевую цену в 2610 руб. за акцию. В портфеле холдинга несколько активов, занимающих ведущие позиции в различных секторах экономики, включая публичные и непубличные компании. Наиболее ценный из них — лидирующая в своем сегменте лизинговая компания Европлан. Бумаги SFI торгуются сейчас со значительным дисконтом к оценке стоимости по сумме составляющих, на основе как рыночной капитализации публичных портфельных активов, так и их справедливой стоимости, что представляет, на наш взгляд, привлекательную возможность для инвесторов.

**Катализаторы:** хорошая динамика операционных результатов и монетизация портфельных активов; погашение квазиказначейских акций.

**Риски:** относительно низкая степень диверсификации; негативные изменения в макроэкономике (активы в финансовом секторе).

**ЛК Европлан и ВСК — основные активы.** Четыре основных актива в портфеле холдинга — это лизинговая компания Европлан (87,5%-ная доля), страховое общество ВСК (49%) и миноритарное участие в нефтяной компании РуссНефть (9,8%) и ретейлере М.видео (10,4%). Полностью консолидируется в отчетности только ЛК Европлан, ВСК — по доле участия, остальные активы учитываются по справедливой стоимости как финансовые инвестиции. Согласно нашей оценке, на активы в финансовом секторе приходится ~92% от справедливой стоимости холдинга SFI.

**Хорошая динамика финансовых показателей.** Вопреки сложностям, которые возникают в связи с постоянным изменением операционных условий, основные компании из портфеля холдинга показывают хорошую динамику результатов. Так, в 2023 г. консолидированный доход от операционной деятельности достиг 34 млрд руб., а в 1К24 вырос на 27% г/г до 12,4 млрд руб. Чистую прибыль в прошлом году удалось увеличить втрое, до 19,4 млрд руб., а в 1К24 — на 34% г/г до 8,1 млрд руб. Активы на конец марта составляли 338 млрд руб. (+8% с начала года). Для холдинговой компании основной источник дохода — это дивиденды от портфельных активов (6,7 млрд руб. в прошлом году), которые позволяют обслуживать долги.

**Сделки слияний и поглощений станут, возможно, дополнительным фактором создания стоимости в долгосрочной перспективе.** В ближайшее время мы не ожидаем значительной активности SFI на рынке M&A, полагая, что структура портфеля в целом не изменится, так как приоритетом, исходя из заявлений менеджмента, пока остается уменьшение долговой нагрузки. В долгосрочной же перспективе возможно появление новых активов в портфеле или, напротив, выход из имеющихся, в зависимости от стратегии, которую выберет холдинг.

**Видим потенциал роста на основе оценки справедливой стоимости по сумме частей.** Стоимость SFI мы рассчитываем по сумме частей (портфельных активов) с учетом долга на уровне корпоративного центра, применяя 25%-ный дисконт за холдинговую структуру, так как холдинги обычно торгуются ниже стоимости составляющих. В итоге чистую стоимость активов оцениваем в 131 млрд руб., что предполагает целевую цену на конец 2024 г. на уровне 2610 руб. за акцию, если учитывать все акции, находящиеся в обращении, и планируемое в скором времени погашение большей части квазиказначейских акций (55% из 57% от уставного капитала). Потенциал роста с нынешних уровней до нашей целевой цены составляет 116%, поэтому анализ мы начинаем с рейтинга «Покупать». Отмечаем также, что текущая цена акций SFI и на 29% ниже оценки по сумме частей на основе рыночной стоимости публичных активов.

#### РАСЧЕТ РЕЙТИНГА

Тикер	SFIN RX
ISIN	RU000A01VW89
Целевая цена, руб/акцию	2610
Последняя цена*, руб/акцию	1208
Рыночная капитализация, млрд руб.	134,86
Горизонт оценки	31.12.2024
Потенциал роста	116%
Дивидендная доходность	3%
Совокупная доходность	119%
Рейтинг	Покупать
Степень инвестиционного риска	●●●○

\* На 19.06.2024.

#### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО СУММЕ ЧАСТЕЙ, МЛН РУБ.

Актив	Справедливая стоимость доли SFI
ЛК Европлан	134 400
ВСК	24 647
РуссНефть	8 114
М.видео	4 428
<b>Всего</b>	<b>171 589</b>
Чистый долг корпоративного уровня	-3 200
Дисконт за холдинговую структуру	25%
Чистая стоимость активов	131 092
Количество акций в обращении (за вычетом квазиказначейских), млн шт.	50
Скорректированная справедливая стоимость, руб/акцию	2 610

Источник: ИБ Синара

#### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО СУММЕ ЧАСТЕЙ, (РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ), МЛН РУБ.

Актив	Справедливая стоимость доли SFI
ЛК Европлан	98 534
ВСК*	22 067
РуссНефть	5 546
М.видео	3 171
<b>Всего</b>	<b>129 317</b>
Чистый долг корпоративного уровня	-3 200
Дисконт за холдинговую структуру	25%
Чистая стоимость активов	99 388
Количество акций в обращении (за вычетом квазиказначейских), млн шт.	50
Скорректированная справедливая стоимость, руб/акцию	1 979
Текущая цена	1 208
Дисконт	-39%

\* Оценка ИБ Синара.

Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

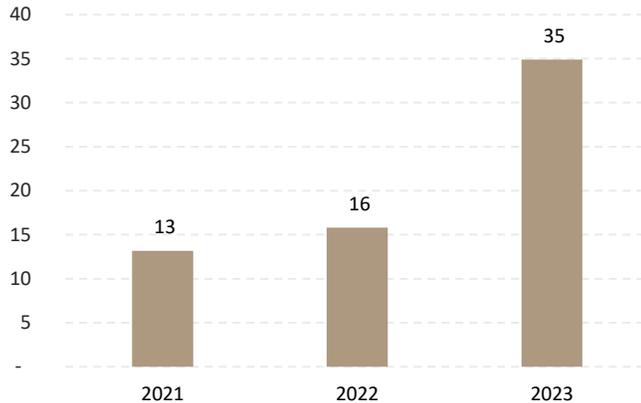
**Константин Белов**  
Старший аналитик

**Ольга Найдёнова**  
Старший аналитик

**Кирилл Бахтин**  
Старший аналитик

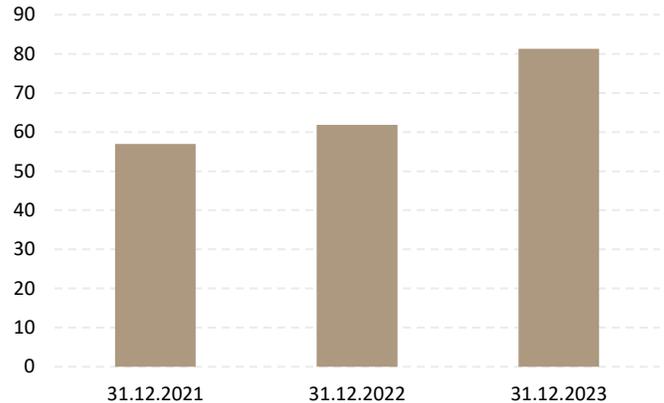
**КЛЮЧЕВЫЕ ГРАФИКИ**

**SFI: ДОХОДЫ ОТ ОПЕРАЦИОННОЙ И ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, МЛРД РУБ.**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**SFI: КАПИТАЛ, МЛРД РУБ.**



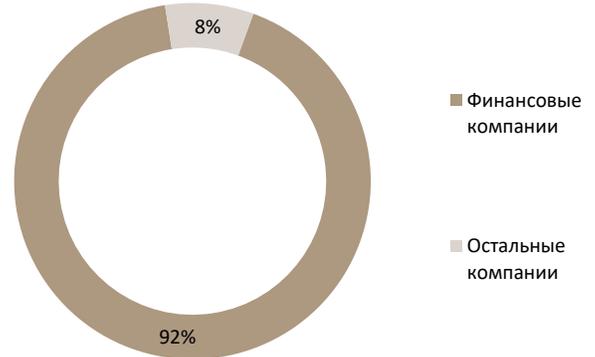
Источники: данные компании, GfK, ИБ Синара

**SFI: СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**SFI: СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ\***



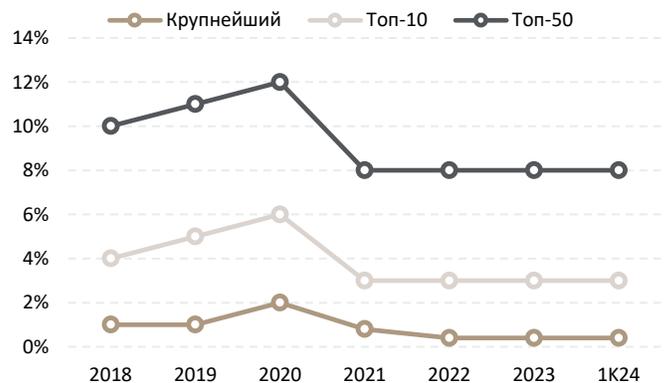
\* На основе оценки ИБ Синара справедливой стоимости.  
Источники: ИБ Синара

**ЛК ЕВРОПЛАН: СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ ПО ПРЕДМЕТАМ ЛИЗИНГА НА КОНЕЦ 2023 Г.**



Источники: данные компании, ИБ Синара

**ЛК ЕВРОПЛАН: КОНЦЕНТРАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ НА ЛИЗИНГОПОЛУЧАТЕЛЯХ**



Источники: данные компании, ИБ Синара

## ОПИСАНИЕ БИЗНЕСА

**Стратегия холдинга — инвестиции в недооцененные и перспективные активы.** Заявленная SFI стратегия в целом соответствует принципам, на которые обычно опираются холдинговые компании, и предполагает подбор активов для портфеля, участие в управлении и развитии, финансирование и последующую монетизацию через дивиденды, первичное размещение акций или продажу стратегическим инвесторам. SFI инвестирует и в публичные, и в непубличные компании, которые не только входят в число отраслевых лидеров, но и либо недооцениваются рынком, либо обладают значительным потенциалом роста бизнеса и его стоимости.

**Холдинг представлен в трех основных секторах экономики.** SFI традиционно делает ставку на инвестиции в финансовый сектор, аккумулировав ряд активов в сфере пенсионного обеспечения, лизинговую компанию Европлан и крупную миноритарную долю в страховом обществе ВСК. В 2020–2021 гг. холдинг продал пенсионные активы и приобрел миноритарные пакеты в РуссНефти и М.видео. В результате сейчас он присутствует в финансовом, нефтегазовом и розничном секторах. Можно отметить, что в основном активы, в том числе РуссНефть, ориентированы на внутренний рынок. Клиентами всех компаний из портфеля SFI выступают 54 млн частных лиц и более 600 тысяч организаций в РФ. Численность сотрудников приближается к 47 тысячам.

**Львиную часть стоимости обеспечивают активы в финансовом секторе.** Хотя стратегия холдинга допускает достаточно высокую степень диверсификации, сейчас подавляющая часть стоимости SFI приходится на два основных актива: лизинговую компанию Европлан и страховое общество ВСК. Мы оцениваем стоимость долей SFI в них в 134,4 млрд руб. и 24,6 млрд руб. соответственно, что составляет 78% и 14% общей стоимости активов SFI до учета задолженности на уровне корпоративного центра.

**Для инвесторов в акции SFI весьма низкая степень диверсификации означает возможность не прямых вложений в два ведущих актива.** ЛК Европлан и ВСК занимают хорошие позиции на соответствующих рынках. Первая — ведущий негосударственный игрок в области лизинга автотранспорта, а вторая входит в топ-5 в сфере страхования, отличного от страхования жизни. Отметим, ВСК — непубличная компания; более того, на отечественном фондовом рынке до проведенного в марте нынешнего года размещения ЛК Европлан лизинговые компании вообще не были представлены, а из страховых присутствует всего одна. Таким образом, акции SFI — это редкая возможность для инвесторов вложиться (косвенно) в бизнес ЛК Европлан и ВСК и в целом в соответствующие сектора.

**Финансовые инвестиции занимают немного места в портфеле.** Миноритарное участие SFI в публичных компаниях РуссНефть и М.видео — это финансовые инвестиции, которые оцениваются в отчетности по справедливой стоимости. Для расчета вклада этих активов в стоимость SFI мы используем их DCF-модели. Пакет из 9,8% акций РуссНефти оцениваем в 8,1 млрд руб., а 10,4% акций М.видео — в 4 млрд руб., что составляет 5% и 3% от общей справедливой стоимости активов SFI до учета долга на уровне корпоративного центра. Мы считаем, что на нынешних уровнях акции РуссНефти недооценены, а котировки М.видео близки к справедливым.

**Размещение ЛК Европлан — пример успешной монетизации активов.** В конце марта на Московской Бирже прошло размещение 12,5% акций ЛК Европлан, пока крупнейшее на российском рынке в этом году. Вызвав большой интерес со стороны инвесторов, оно прошло по верхней границе ценового диапазона (875 руб. за акцию), с четырехкратной переподпиской, что лишь подтверждает высокое качество главного актива SFI. В результате холдингу удалось привлечь 13,1 млрд руб., сохранив за собой 87,5%-ный пакет в ЛК Европлан.

**Акционерная структура.** Капитал SFI состоит из 111,6 млн акций. Дочерние структуры в 2018–2022 гг. выкупили 57,3% акций, ставших квазиказначейскими. В свободном обращении находятся ~12,5% акций, а остальные принадлежат структурам, подконтрольным С. Гуцериеву. Стратегия развития предполагает уменьшение доли казначейских и квазиказначейских акций, в том числе для увеличения free float. В мае руководство SFI подтвердило планы погасить 55% квазиказначейских акций в июле этого года.

*Подавляющая часть стоимости SFI приходится на два ее основных актива: лизинговую компанию Европлан и страховое общество ВСК*

**Риски.** К рискам можно отнести достаточно высокую зависимость холдинга от двух основных активов, которые работают в финансовом секторе и подвержены рискам макроэкономического (ограниченная доступность финансирования) и рыночного (ужесточение конкуренции, падение спроса на услуги лизинга или страхования из-за ухудшения ситуации на других рынках, например на авто-рынке) характера. Санкции, введенные Великобританией против С. Гуцериева, основного бенефициара SFI, могут ограничивать возможности в сфере M&A, но не влияют непосредственно на операции портфельных компаний.

**Возобновление выплаты дивидендов увеличивает привлекательность акций.**

Политика SFI предполагает выплату в виде дивидендов 75% меньшей из двух величин: прибыли по РСБУ или свободного денежного потока, при условии получения дивидендов от дочерних структур. С 2018 г. холдинг не выплачивал дивиденды, но в 2023 г. возобновил выплаты: по итогам 9M23 промежуточные дивиденды составили 4,4 млрд руб. или 39,42 руб. на акцию, а в этом году акционеры утвердили еще и итоговые дивиденды за 2023 г. в размере 20,6 руб. на акцию (всего на 2,3 млрд руб.), что по сумме двух выплат предполагает дивидендную доходность в 4,0% по текущим котировкам.

**РЫНОЧНОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ОСНОВНЫХ АКТИВОВ SFI**

Актив	Отрасль	Положение на рынке
ЛК Европлан	Лизинг автотранспорта	Второе место в сегменте легкового автотранспорта Четвертое место в сегменте грузового автотранспорта
ВСК	Страхование	Четвертое место в страховании, отличном от страхования жизни
РуссНефть	Добыча нефти	В топ-10
М.видео	Продажа бытовой техники и электроники	Второе место

Источники: данные компаний, INFOline, ИБ Синара

**SFI: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НА КОНЕЦ 2024 Г. ПО СУММЕ ЧАСТЕЙ, МЛН РУБ.**

Актив	Доля SFI в активе	Справедливая стоимость актива	Справедливая стоимость доли SFI	Доля в стоимости SFI
ЛК Европлан	87,5%	153 600	134 400	78%
ВСК	49,0%	50 300	24 647	14%
РуссНефть	9,8%	82 794	8 114	5%
М.видео	10,4%	42 577	4 428	3%
<b>Всего</b>			<b>171 589</b>	<b>100%</b>
Чистый долг корпоративного уровня			-3 200	
Дисконт за холдинговую структуру			25%	
Чистая стоимость активов			131 092	
Количество акций в обращении (за вычетом квазиказначейских), млн шт.			50	
Скорректированная справедливая стоимость, руб/акцию			2 610	

Источник: ИБ Синара

## ЛК ЕВРОПЛАН: ОСНОВНОЙ АКТИВ

ПАО «ЛК «Европлан» — это крупнейший актив SFI и один из лидеров рынка лизинга. Эмитент специализируется на финансовом лизинге автотранспорта. Справедливую стоимость компании, которая стабильно показывает близкую к 40% рентабельность капитала, на конец 2024 г. оцениваем в 153,6 млрд руб., что соответствует стоимости доли SFI в 134,4 млрд руб.

**Катализаторы:** улучшения в макроэкономике; раскрытие отчетности; рост доли непроцентных доходов; выплата дивидендов.

**Риски:** ухудшение макроэкономической ситуации; усиление конкурентного давления; отказ поставщиков от сотрудничества из-за санкций; ужесточение регулирования; усиление налоговой нагрузки.

**ЛК Европлан, как мы полагаем, сохранит хорошие позиции на рынке лизинга автотранспорта.** Как крупнейший негосударственный игрок в этом сегменте она сформировала лояльную базу клиентов, что обеспечивает большую частоту повторного приобретения услуг. Высокий уровень цифровизации с платформой полного цикла сопровождения сделок и широкий набор услуг, оказываемых лизингополучателям, должны помочь компании еще упрочить свои позиции. При этом сравнительно небольшая доля лизинга в покупках новых машин, которая, по данным «Эксперт РА», в сегменте легковых и коммерческих автомобилей в 1П23 составляла 20%, указывает на перспективы роста рынка.

**Рентабельность капитала снизится, но останется выше 35%.** В 2019–1К24 рентабельность капитала находилась в диапазоне 38–40%. Мы полагаем, что в 2024–2028 гг. компании удастся удерживать ее выше 35%, хотя процентная маржа по мере усиления конкуренции постепенно сжималась, и эта тенденция возобновится в 2024 г. Вместе с тем рост доли непроцентных доходов, а также гибкость ЛК Европлан в плане расходов создают условия для дальнейшего увеличения прибыли: на 2023–2028 гг. прогнозируем рост в среднем на 20% (CAGR), тогда как в 2018–2023 гг. темп достигал 35%.

**Риски бизнес-модели считаем низкими.** Сотрудничество с брендами из Китая компания наладила еще до 2022 г., что помогло смягчить последствия ухода ряда производителей с отечественного рынка. В условиях растущей инфляции мы прогнозируем дальнейшее увеличение остатка чистых инвестиций в лизинг, несмотря на повышение ставок. В какой-то мере благодаря наличию большого и ликвидного рынка подержанных автомобилей компания сохраняет низкую фактическую стоимость риска, поскольку скидка крупного покупателя в 5–15% и аванс в ~16% от лизингополучателя обеспечивают весьма высокое качество залогового обеспечения.

**Стоимость доли SFI оцениваем в 134,4 млрд руб.** Справедливую стоимость ЛК Европлан на конец 2024 г. мы оцениваем в 153,6 млрд. При оценке стоимости компании дисконтируем избыточное — сверх требуемого для финансирования роста и поддержания достаточности капитала — создание капитала. Для такой узкоспециализированной компании стоимость собственного капитала берем за равную 20%. Тем не менее ЛК Европлан, которая стабильно показывает ROE в 35–40%, заслуживает коэффициент P/E 2024П в 7,9. Дивидендная политика предполагает выплату в виде дивидендов не менее 50% прибыли по МСФО.

**Ольга Найдёнова**  
Старший аналитик

**Лидирующие позиции в лизинге автомобильного транспорта.** ЛК Европлан специализируется на финансовом лизинге коммерческого автотранспорта, легковых и грузовых автомобилей, а также спецтехники. В этом сегменте она входит в число крупнейших в России. Широкая сеть онлайн- и офлайн-продаж включает более 4000 дилерских центров, 90 офисов, контакт-центры в Москве, Нижнем Новгороде и Новосибирске, где работают свыше 2800 сотрудников. Услугами ЛК Европлан воспользовались ~146 000 клиентов, ~90% которых — малый и средний бизнес. SFI — основной акционер ЛК Европлан с долей 87,5%.

**Высокие показатели рентабельности.** В 2019–1К24 рентабельность капитала и активов находилась в диапазонах 37–40% и 6,4–6,9% соответственно. Основной источник высокой рентабельности — процентная маржа, которую ЛК Европлан зарабатывает благодаря хорошей доходности лизингового портфеля при умеренной стоимости фондирования. Хотя в условиях усиливающейся конкуренции с 2018 г. наблюдается тенденция к снижению маржи, ожидаем, что по итогам 2024 г. она останется на довольно высоком уровне в 8,2% против 8,4% в 2022 г. и 8,5% в 2023 г.

**Рост доли безрисковых доходов.** В последние годы ЛК Европлан увеличивает долю непроцентных поступлений в общей структуре выручки, предоставляя разнообразные связанные с автомобилями услуги, в том числе финансовые, консультационные и логистические, услуги техобслуживания, и зарабатывая агентские страховые комиссии. Доля непроцентных доходов выросла с ~20% в 2010–2015 гг. и 30–33% в 2016–2020 гг. до 42% в 2022–2023 гг., что указывает на снижение зависимости финансового результата от лизинговых платежей и ставок привлечения. За 12 месяцев, закончившихся 31.03.2024, непроцентные доходы на 135% перекрывали операционные издержки.

**Гибкость и эффективность затрат.** ЛК Европлан являет собой прекрасный пример эффективного масштабирования бизнеса. При средних темпах роста чистых инвестиций в лизинг (ЧИЛ) в районе 32% компания снизила отношение расходов к доходам с 50,1% в 2018 г. до 30,6% за в 2023 г. и 30,0% за период с 31.03.2023 по 31.03.2024. В то же время большая доля переменных издержек позволяет сохранять прибыльность даже в условиях уменьшения портфеля. Так, в 2015 г., когда вследствие резкого роста ставок портфель похудел на 25%, отношение доходов к расходам практически не изменилось, а рентабельность капитала осталась на уровне 19%.

**Высокое качество лизингового портфеля, обеспеченное структурой бизнеса.** Наличие у ЛК Европлан скидки в 5–15% как у крупного покупателя автомобилей, аванс от лизингополучателя в 10–20% (в 2023 г. средний размер аванса составил 16,3%) дают вполне приемлемое отношение инвестиций в лизинг к стоимости обеспечения, а наличие страхового покрытия по львиной доле имущества дополнительно гарантирует качество портфеля. Низкий уровень концентрации на отдельных клиентах также ограничивает размер потенциальных потерь: доля чистых инвестиций в лизинг, приходящихся на топ-50 заемщиков, на конец 1К24 составляла 8%. Такая модель способствует низкой фактической стоимости риска, и по состоянию на конец 1К24 доля ЧИЛ на стадии 3 составляла менее 1%, а доля кредитов, платежи по которым просрочены на 90 дней и более, — 0,3%. Бизнес-модель ЛК Европлан подразумевает, что в конце срока лизинга остаток чистой инвестиции обычно значительно ниже, чем чистая стоимость автомобиля, переданного в лизинг.

**Потребности в капитале.** Основной источник пассивов — банковские кредиты (финансируют 61% активов) и ценные бумаги (15%). Компания поддерживает высокий уровень достаточности капитала (21,3% на конец 1К24). Мы полагаем, что с учетом потребностей роста ЛК Европлан сможет выплачивать в качестве дивидендов 50% прибыли по МСФО.

## ЛК ЕВРОПЛАН: ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млн руб.	2019	2020	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Чистые инвестиции в лизинг и финансовые активы по амортизированной стоимости	71 563	89 747	144 591	164 207	229 661	309 762	371 938	428 441
Всего активы	79 421	99 069	170 984	189 293	264 706	354 475	426 891	494 073
Всего капитал	13 931	17 138	26 133	33 820	44 686	56 627	69 258	82 110
Чистые процентные доходы	7 532	8 857	10 946	13 842	17 691	23 237	27 832	31 738
Чистые непроцентные доходы	3 655	4 189	6 767	10 030	12 757	17 221	21 871	26 683
Операционные доходы	11 187	13 047	17 713	23 872	30 447	40 459	49 703	58 421
Изменение резервов под ожидаемые кредитные убытки лизинговых активов	-200	-228	-202	-1 047	-1 759	-2 176	-1 718	-1 612
Изменение резервов под ожидаемые кредитные убытки прочих активов и прочие убытки	-139	-136	-80	-311	-572	-1 632	-687	-806
Общие и административные расходы, расходы на персонал	-4 790	-5 110	-6 540	-7 949	-9 313	-12 237	-15 122	-17 533
Прибыль до налогообложения	6 065	7 581	10 891	14 866	18 817	24 414	32 175	38 470
Чистая прибыль	4 826	6 044	8 673	11 891	14 796	19 441	24 131	28 852
Всего совокупные доходы	4 826	6 008	9 195	11 188	16 666	19 441	24 131	28 852
ROE	38,7%	38,9%	40,1%	39,7%	37,7%	38,4%	38,3%	38,1%
ROA	6,8%	6,8%	6,4%	6,6%	6,5%	6,3%	6,2%	6,3%
Стоимость риска	0,3%	0,3%	0,2%	0,7%	0,9%	0,8%	0,5%	0,4%
Полная стоимость риска	0,5%	0,4%	0,2%	0,9%	1,2%	1,4%	0,7%	0,6%
Чистая процентная маржа	11,4%	10,6%	8,9%	8,4%	8,5%	8,2%	7,8%	7,7%
Маржа непроцентных доходов	5,5%	5,0%	5,5%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,4%
Непроцентные доходы / расходы	76%	82%	103%	126%	137%	141%	145%	152%
Непроцентные доходы / выручка	32,7%	32,1%	38,2%	42,0%	41,9%	42,6%	44,0%	45,7%
Расходы/доходы	42,8%	39,2%	36,9%	33,3%	30,6%	30,2%	30,4%	30,0%
Дивидендные выплаты / прибыль предыдущего года	57,2%	58,0%	19,9%	40,4%	48,8%	50,7%	59,2%	66,3%

Источники: данные компании, ИБ Синара

## ВСК: ЗАМЕТНЫЙ ИГРОК НА СТРАХОВОМ РЫНКЕ

Справедливую стоимость CAO ВСК, относимую на долю SFI, мы оцениваем в 24,6 млрд руб. ВСК, занимая устойчивые позиции на рынке страхования, отличного от страхования жизни, в состоянии поддерживать рентабельность капитала выше 20%.

**Катализаторы:** раскрытие отчетности за 2023 г.; повышение информационной прозрачности.

**Риски:** рост конкуренции; крупномасштабные страховые случаи; усиление санкционного давления.

**Сильные позиции на страховом рынке.** По итогам 2023 г. компания заняла пятое место по объему страховых премий в сегменте страхования, отличного от страхования жизни, с рыночной долей 5%. Доли ВСК в страховании имущества физлиц и автокаско даже превышают 10%. По итогам 1П23 автострахование (автокаско и ОСАГО) оставалось крупнейшим для ВСК сегментом, на который приходилось немногим более 50% страхового портфеля. На конец 2022 г. региональная сеть насчитывала 89 филиалов и более 277 отделений, где работали 6700 сотрудников. В 1П23 в крупнейшем регионе, в Москве, собрано 42% всех премий, что свидетельствует о скорее умеренной концентрации по территориальному признаку.

**Умеренная рентабельность.** В 2019–2022 гг. компания в среднем показывала доходность на капитал в 15%. В 2022 г., когда результат от инвестиционной деятельности оказался околонулевым, ВСК заработала 13% исключительно благодаря страховой деятельности. За счет хорошего результата от инвестиций и меньшей убыточности в автостраховании рентабельность капитала в 2023 г. превысила 25% и может еще увеличиться в нынешнем году на фоне высоких ставок. Однако в последующие годы она, вероятно, вернется в диапазон 15–20%.

**Улучшения в страховом бизнесе, консервативный инвестиционный портфель.** Комбинированный коэффициент убыточности, в 2020–2021 гг. превышавший 100%, в 2022 г. составил 93%, и ВСК рассчитывает удерживать показатель на достигнутых уровнях. Помогло снижение коэффициента убыточности с 53% в 2021 до 44% в 2022 г. Улучшению также способствовало снижение в 2022 г. аквизиционных расходов на 10%. ВСК уделяет больше внимания прямым продажам и увеличению доли онлайн-каналов, что должно обеспечить дальнейшее уменьшение коэффициента аквизиции. В рамках инвестиционной деятельности ВСК вкладывается преимущественно в активы с низким уровнем рисков, поэтому акции и инвестиционная недвижимость составляют менее 2%, тогда как депозиты и денежные средства — 34%, а остальное — облигации. Рейтинг не ниже «ВВ» имеют 90% финансовых и страховых активов, большую часть остальных активов представляют средства в расчетах со страхователями. При высоких процентных ставках такая структура портфеля — позитивный фактор для рентабельности.

**Оценка доли SFI — 24,6 млрд руб.** Учитывая профиль рентабельности ВСК, непубличный статус и далеко не полное раскрытие результатов (доступна только отчетность по МСФО за 2022 г. с изъятиями и отчетность SFI, из которой можно вычлени отдельные показатели за 2023 г.), стоимость капитала ВСК оцениваем в 22%. При 5%-ном росте в постпрогнозном периоде справедливая стоимость актива на конец 2024 г. составляет, по нашей оценке, 50,3 млрд руб., что соответствует коэффициенту P/BV 2023 в 1,0. В 2019–2020 гг. компания направила 41% прибыли на выплату дивидендов, однако по итогам 2021–2022 гг. прибыль не распределялась. Полагаем, ВСК вполне может выплачивать 40–50% прибыли по МСФО в качестве дивидендов.

Ольга Найдёнова  
Старший аналитик

**ВСК: ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ**

млн руб.	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П
Заработанная страховая премия — перестрахование нетто	77 243	86 443	92 987	92 470	109 577	124 369	140 537
Состоявшиеся страховые убытки нетто	-37 600	-49 189	-49 635	-40 328	-50 528	-59 375	-69 384
Аквизиционные расходы	-28 583	-34 236	-39 271	-35 090	-39 594	-44 343	-49 710
Управленческие расходы	-8 187	-8 858	-8 938	-10 295	-11 839	-13 378	-14 850
Результат от страховой деятельности	2 598	-5 456	-4 410	6 349	7 766	7 423	6 744
Результат от инвестиционной деятельности	6 985	8 471	10 100	476	9 087	11 715	11 325
Прибыль до налогообложения	8 590	5 415	5 877	6 818	14 399	19 138	18 068
Чистая прибыль	7 001	3 984	4 804	5 244	11 750	15 310	13 551
Совокупный доход	8 616	4 061	2 764	5 561	9 927	15 310	13 551
Финансовые активы	103 089	105 023	102 365	100 970	126 213	131 261	135 199
Капитал	31 263	33 325	37 466	41 727	49 654	58 655	64 991
Коэффициент убыточности	48,7%	56,9%	53,4%	43,6%	46,1%	47,7%	49,4%
Коэффициент аквизиции	37,9%	39,8%	42,4%	38,6%	36,4%	36,0%	35,6%
Коэффициент административных расходов	10,6%	10,2%	9,6%	11,1%	10,8%	10,8%	10,6%
Комбинированный коэффициент убыточности	97%	106%	105%	93%	93%	94%	95%
ROE	26,0%	12,3%	13,6%	13,2%	25,7%	28,3%	21,9%

Источники: данные компании, ИБ Синара

## ПРИЛОЖЕНИЕ. ОЦЕНКА ВТОРОСТЕПЕННЫХ АКТИВОВ SFI РУССНЕФТЬ: СЛОЖИВШИЙСЯ БИЗНЕС, НО ВЫСОКИЕ РИСКИ

Работающая более 20 лет и сформировавшая устойчивую операционную модель с восполнением запасов более чем на 100%, РуссНефть с годовым объемом производства в 6,4 млн тонн входит в десятку крупнейших по добыче нефти в РФ компаний. В настоящее время по акциям эмитента нами установлен рейтинг «Держать». Однако отмечаем и чрезвычайно высокие финансовые риски: (1) краткосрочные обязательства хронически превышают размер оборотных активов, по причине чего аудиторы обращали внимание на значительную неопределенность в том, что касается непрерывности деятельности, и (2) в начале 2026 г. компании необходимо погасить кредиты банков, размер которых на конец 2023 г. составлял 82 млрд руб., а также, вполне вероятно, исполнить опцион «пут» в 21 млрд руб. на 8,5% акций в том же 2026 г.

**Катализаторы:** высокие цены на нефть в рублях, что позволит к 2026 г. накопить средства для выплаты кредита и исполнения опциона.

**Риски:** недостаточные для покрытия текущих обязательств оборотные активы и СДП; высокая степень неопределенности с исполнением платежей в 2026 г.

На 2024 г. прогнозируем показатель EBITDA примерно на уровне 2023 г. На операционном уровне РуссНефть, чья деятельность сосредоточена в сегменте разведки и добычи, выглядит хорошо, поскольку благоприятным для нее фактором станет ожидаемый рост рублевой цены нефти: наш прогноз на 2024–2025 гг. предполагает диапазон 6300–6800 руб. за баррель против 5800 руб. на данный момент. По итогам нынешнего года мы, несмотря на усиление ОПЕК+ ограничений для РФ, не ожидаем увидеть существенного снижения компанией добычи относительно уровня 2023 г. (6,4 млн т). На отдаленную перспективу (с 2028 г.) просматривается возможность органического роста производства до 7,4 млн т/год. Стоит отметить, однако, что в 2016 г. компания ориентировалась на 11 млн т, но на данный момент такой объем не выглядит реалистичным.

На обслуживание долга и выплату дивидендов по «префам» уходит много денег. Уставом закреплен плавающий, в зависимости от цены на Brent, платеж банкам – владельцам привилегированных акций: минимум \$60 млн, а если Brent стоит дороже \$85/барр. — \$110 млн. Основной кредитор, Банк ВТБ, кроме выплаты процентов, ежеквартально получает платежи в счет погашения долга. При относительно хорошей ценовой конъюнктуре в 2023 г. мы прогнозируем СДП ниже, чем отток средств по финансовой деятельности, и полагаем, что, несмотря на относительно высокие нефтяные цены в 2024–2025 гг., РуссНефть не сможет накопить к 1К26 достаточно средств, чтобы погасить банковские кредиты (82 млрд руб. на конец 2023 г.) и исполнить опцион «пут» на сумму 21 млрд руб.

Оценка стоимости указывает на большой потенциал роста, но при высокой чувствительности из-за ставки и внушительного долга. Стоимость РуссНефти (обыкновенные акции) мы оцениваем по методу DCF, применяя следующие допущения: WACC — 17,9%, безрисковая ставка — 12%, премия за риск по инвестициям в акции — 7%, терминальный темп роста — 6%. Справедливую стоимость привилегированных акций мы оцениваем как приближенную к долгу, основываясь на закреплённой формуле выплат. Как результат, видим вероятность роста котировок на 40%, но отмечаем высокую чувствительность оценки к параметру дисконтирования, как и значительную неопределенность, из-за чего считаем крайне высоким инвестиционный риск для акционеров.

Риск неплатежеспособности сочетается с необходимостью погашения к 1П26 кредита. Краткосрочные обязательства на конец 2023 г. (94 млрд руб.) почти вдвое превышали оборотные активы, следовательно, при истребовании этих обязательств ликвидных активов, с учетом получаемого свободного денежного потока, окажется недостаточно. Как мы понимаем, РуссНефть не имеет доступа к заимствованиям и рефинансированию из-за соответствующих ковенантов банков, выступающих кредиторами.

### РУССНЕФТЬ: КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млрд руб.	2021	2022	2023	2024П
P/E	1,4	1,2	2,9	2,2
EV/EBITDA	1,9	2,1	1,8	1,7
Выручка	269	291	239	292
EBITDA	73	53	65	67
Рентабельность по EBITDA	27%	25%	18%	23%
Чистая прибыль	32	20	20	35
Рентабельность по чистой прибыли	12%	7%	9%	12%
Операционный денежный поток	74	42	61	56
Капитальные затраты	19	24	19	23
FCF	55	18	41	33
Чистый долг*	80	76	73	65
Чистый долг / EBITDA	1,1	1,4	1,1	1,0

\* Включая обязательства по аренде.

Источники: данные компании, ИБ Синара

**Кирилл Бахтин**  
Старший аналитик

РУССНЕФТЬ: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МОДЕЛИ DCF

млрд руб.	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П
<b>ЕВИТ</b>	<b>55</b>	<b>47</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>53</b>
ЕВИТ после уплаты налогов	44	38	39	40	41	42	43
Износ, истощение и амортизация	18	20	21	22	23	24	26
Изменение чистого оборотного капитала	-3	2	-2	-1	-2	-2	-2
Капитальные затраты	24	24	25	25	26	26	27
<b>Свободный денежный поток фирмы (FCFF)</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>40</b>
Фактор дисконтирования	0,85	0,72	0,61	0,52	0,44	0,37	0,32
Дисконтированный FCFF	30	25	20	18	16	14	13
Стоимость в постпрогнозный период	95						
<b>Справедливая стоимость компании</b>	<b>232</b>						
Чистый долг на конец 2024 г. (с учетом привилегированных акций)	143						
Доля меньшинства на конец 2024 г.	6						
<b>Справедливая стоимость собственного капитала</b>	<b>83</b>						
<b>Целевая цена, руб/акцию</b>	<b>282</b>						

<b>Безрисковая ставка</b>	<b>12,0%</b>
<b>Премия за риск</b>	<b>7,0%</b>
<b>WACC</b>	<b>17,9%</b>
<b>Темп роста в постпрогнозный период</b>	<b>6%</b>

Источник: ИБ Синара

РУССНЕФТЬ: ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К WACC И ТЕМПАМ РОСТА В ПОСТПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД

		WACC						
		16,5%	17%	17,5%	17,9%	18,5%	19%	19,5%
Рост в постпрогнозный период	4%	308	274	242	217	213	160	136
	5%	348	309	274	247	242	184	158
	6%	396	352	312	282	276	211	183
	7%	455	404	358	323	316	243	212
	8%	528	467	413	373	365	282	246

Источник: ИБ Синара

**РУССНЕФТЬ: ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПО МСФО**

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2021	2022	2023	2024П	2025П
<b>Выручка</b>	<b>269</b>	<b>291</b>	<b>247</b>	<b>292</b>	<b>326</b>
Всего денежные расходы	196	238	195	225	253
НДПИ	97	129	125	163	186
<b>ЕБИТДА</b>	<b>73</b>	<b>53</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>73</b>
Рентабельность по ЕБИТДА	27%	18%	21%	23%	22%
Износ и амортизация	12	15	16	17	18
ЕВИТ	58	34	36	49	55
Финансовые доходы	4	5	6	6	6
Финансовые расходы	10	9	12	12	11
Курсовые разницы	-5	-3	3	0	0
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>47</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>51</b>
Налог на прибыль	14	11	11	9	10
Доля меньшинства	0	0	-8	0	0
<b>Чистая прибыль акционерам</b>	<b>32</b>	<b>20</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>41</b>
Рентабельность по чистой прибыли	12%	7%	13%	12%	12%

Бухгалтерский баланс, млрд руб.	2021	2022	2023	2024П	2025П
Денежные средства и их эквиваленты	9	2	5	16	30
Товарно-материальные запасы	8	8	14	15	16
<b>Всего оборотные активы</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>81</b>
Основные средства нетто	151	154	162	168	173
<b>Итого активы</b>	<b>287</b>	<b>282</b>	<b>327</b>	<b>344</b>	<b>367</b>
Краткосрочные кредиты и займы	7	7	8	8	8
Кредиторская задолженность	30	33	40	38	38
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>79</b>	<b>71</b>	<b>86</b>	<b>84</b>	<b>84</b>
Долгосрочные кредиты и займы	81	71	80	72	65
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>130</b>	<b>117</b>	<b>141</b>	<b>133</b>	<b>125</b>
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>152</b>
Доля меньшинства	13	12	6	6	6
<b>Итого обязательства и собственный капитал</b>	<b>287</b>	<b>282</b>	<b>327</b>	<b>344</b>	<b>367</b>
<b>Чистый долг, включая обязательства по аренде</b>	<b>80</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>65</b>	<b>43</b>
Чистый долг / ЕБИТДА	1,1	1,4	1,6	1,0	0,6

Отчет о движении денежных средств, млрд руб.	2021	2022	2023	2024П	2025П
Денежный поток до изменения оборотного капитала	74	57	64	67	73
Изменение чистого оборотного капитала	-29	-12	-7	-2	-3
Уплаченный налог на прибыль организаций	-5	-3	-8	-9	-10
<b>Чистый операционный денежный поток</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>56</b>	<b>60</b>
Капитальные затраты	-19	-24	-22	-23	-24
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>36</b>
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>-18</b>	<b>-26</b>	<b>-19</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>
Изменение долга	-7	-5	-7	-8	-8
Уплаченные проценты	-5	-6	-10	-12	-11
Выплаченные дивиденды	-4	-5	1	-9	-10
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>
Влияние курсов иностранных валют	-1	0	0	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>14</b>
<b>Денежные средства на начало периода</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>16</b>
<b>Денежные средства на конец периода</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>16</b>	<b>30</b>

Источники: данные компании, ИБ Синара

## М.ВИДЕО: РОСТ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПРИ СЛИШКОМ БОЛЬШОМ ДОЛГЕ

Мы по-прежнему нейтрально смотрим на акции М.видео. Компания — лидер розницы в сегменте электроники и бытовой техники, адаптирующий бизнес-модель к изменившимся операционным условиям. Финансовые результаты за 2П23 оказались весьма неплохими. В то же время компания по-прежнему подвержена рискам, связанным, в частности, с ужесточением конкуренции с маркетплейсами, высокой волатильностью рубля и ростом процентных ставок. Отметим также существенную долговую нагрузку, подразумевающую значительные финансовые расходы.

**Катализаторы:** внедрение омниканальной модели продаж; увеличение доли услуг в выручке.

**Риски:** слабый спрос; конкуренция со стороны онлайн-игроков; волатильность валютных курсов; высокая долговая нагрузка.

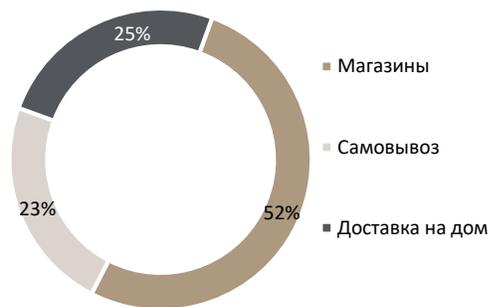
**Крупный игрок в розничной торговле электроникой и бытовой техникой.** Группа «М.Видео – Эльдорадо» (это операционный актив М.видео) в 2022 г. занимала около 18% рынка продаж бытовой техники и электроники, уступая лишь DNS. Омниканальная модель объединяет широкую сеть физических магазинов и цифровые каналы продаж. Сеть «М.Видео – Эльдорадо» на конец 2023 г. насчитывала 1242 магазина, которые служат логистической базой для развития продаж через цифровые каналы. Отмечаем, что рынок по-прежнему чувствителен к макроэкономическим факторам и колебаниям курса рубля, маркетплейсы же продолжают быстро расти, что создает угрозу для бизнеса традиционных ретейлеров.

**Показатели значительно улучшились в 2П23** благодаря как восстановлению спроса, так и адаптации цепочек поставок к новым условиям. Выручка М.видео выросла на 39% г/г до 255 млрд руб., а валовая прибыль — на 37% г/г до 52 млрд руб., что предполагает рентабельность по этому показателю в 20,5%, на 0,2 п. п. меньше, чем в 1П23. Показатель EBITDA увеличился на 66% г/г до 14 млрд руб., рентабельность по нему — на 0,9 п. п. до 4,5%. Чистый убыток составил 0,6 млрд руб.

**Долговая нагрузка остается высокой.** На конец 2023 г. чистый долг составлял 67,8 млрд руб. или 3,2 EBITDA, что значительно ниже, чем 5,3 на конец 1П23 и 4,5 на конец 2022 г. Вместе с тем, полагаем, М.видео следует поддерживать хотя бы текущий уровень рентабельности, чтобы контролировать долговую нагрузку, поскольку любое снижение маржи способно повлечь за собой рост отношения чистого долга к EBITDA. С другой стороны, привлечение капитала через размещение акций способствовало бы снижению долговой нагрузки.

**Мы оцениваем справедливую рыночную капитализацию в 43 млрд руб.,** используя в DCF-модели WACC в 17,8%. При прогнозном чистом долге это предполагает целевую цену на конец 2024 г. на уровне 240 руб. за акцию и рост с текущих уровней на 17%, что соответствует рейтингу «Держать».

СТРУКТУРА GMV М.ВИДЕО ПО КАНАЛАМ ВЫРУЧКИ (2023 Г.)



Источник: данные компании

**Константин Белов**  
Старший аналитик

**М.ВИДЕО: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МОДЕЛИ DCF**

млрд руб	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
ЕВИТ	21	22	23	24	26	28	31	34
ЕВИТ после уплаты налогов	17	17	18	19	21	23	25	27
(+) Износ и амортизация	5	5	6	7	7	6	6	6
(-) Изменение оборотного капитала	3	3	3	3	3	3	4	4
(-) Капитальные затраты	-11	-12	-12	-13	-14	-15	-16	-17
FCFF	13	14	15	16	16	17	19	21
Дисконтированный FCFF	11	10	9	8	7	6	6	6
Стоимость в постпрогнозный период	50							
Справедливая стоимость предприятия (EV)	114							
Справедливая рыночная капитализация	43							
Целевая рыночная капитализация	51							
Целевая цена, руб/акцию	240							
							<b>1,0</b>	
							<b>WACC</b>	<b>17,8%</b>
							<b>Темп роста в постпрогнозный период</b>	<b>4%</b>

Источник: ИБ Синара

**М.ВИДЕО: ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ**

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
GMV	508	495	554	592	633	674
Чистая выручка от реализации	402	434	463	496	529	564
Валовая прибыль	83	91	97	104	111	119
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	(76)	(70)	(74)	(78)	(82)	(87)
Прочие операционные расходы						
Скорр. ЕВИТДА	14	22	23	26	27	29
Износ и амортизация	(5)	(3)	(4)	(5)	(5)	(6)
ЕВИТ	8	19	19	21	22	23
Процентные расходы	(20)	(8)	(18)	(17)	(18)	(18)
Прибыль до налогообложения	(13)	10	0	3	3	4
Налог на прибыль	3	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
Расходы на долю меньшинства						
Чистая прибыль акционерам	(7)	(5)	0	2	2	3

Балансовый отчет, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
Итого оборотные активы	174	212	215	233	247	263
Товарно-материальные запасы	113	140	149	159	170	181
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	30	19	8	12	11	12
Чистые основные средства	13	11	16	22	29	35
Долгосрочные инвестиции						
Итого активы	334	360	368	392	413	435
Итого текущие обязательства	255	301	300	315	326	350
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	82	75	59	57	51	57
Долгосрочная задолженность	14	12	20	28	34	30
Итого собственный капитал	6	(0)	(0)	2	5	7
Доля меньшинства	1	2	3	4	5	6
Итого обязательства и собственный капитал	334	360	368	392	413	435
Чистый долг	75	78	81	82	84	84

Отчет о движении денежных средств, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
Денежный поток от основной деятельности	11	21	22	25	26	28
Изменение оборотного капитала	(28)	3	2	3	3	3
Налог на прибыль уплаченный	3	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
Чистый операционный денежный поток	4	17	24	27	28	30
Капитальные затраты	(5)	(3)	(4)	(5)	(5)	(6)
Свободный денежный поток	(1)	14	20	22	23	24
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	0	(6)	(9)	(11)	(12)	(12)
Выплаченные дивиденды	-	-	-	-	-	-
Изменение долга	21	3	(7)	5	1	2
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	14	(22)	(25)	(12)	(17)	(17)

Источники: данные компании, ИБ Синара

## Аналитический департамент

[Sinara\\_Research@sinara-finance.ru](mailto:Sinara_Research@sinara-finance.ru)

## Директор департамента

Кирилл Таченников  
[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

### Макроэкономика

Сергей Коныгин  
[KonyginSS@sinara-finance.ru](mailto:KonyginSS@sinara-finance.ru)

### Российский рынок акций

#### Нефть и газ

Кирилл Бахтин  
[BakhinKV@sinara-finance.ru](mailto:BakhinKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

#### Финансовый сектор

Ольга Найдёнова  
[NaidenovaOA@sinara-finance.ru](mailto:NaidenovaOA@sinara-finance.ru)

#### Металлургия

Дмитрий Смолин  
[SmolinDV@sinara-finance.ru](mailto:SmolinDV@sinara-finance.ru)

### Рынок облигаций

Александр Афонин  
[AfoninAK@sinara-finance.ru](mailto:AfoninAK@sinara-finance.ru)

Александр Гайда  
[GaidaAS@sinara-finance.ru](mailto:GaidaAS@sinara-finance.ru)

#### Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц  
[TaitsMV@sinara-finance.ru](mailto:TaitsMV@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

#### Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов  
[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

#### Девелопмент, размещения

Мария Лукина  
[LukinaMS@sinara-finance.ru](mailto:LukinaMS@sinara-finance.ru)

### Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев  
[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

#### Стратегия

Кирилл Таченников  
[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

#### Группа выпуска

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

Станислав Захаров  
[ZakharovSV@sinara-finance.ru](mailto:ZakharovSV@sinara-finance.ru)

Инна Драч  
[DrachIG@sinara-finance.ru](mailto:DrachIG@sinara-finance.ru)

Ксения Кобякова  
[KobyakovaKO@sinara-finance.ru](mailto:KobyakovaKO@sinara-finance.ru)

Себастьян Барендт  
[BarendtSF@sinara-finance.ru](mailto:BarendtSF@sinara-finance.ru)

© 2024, АО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен АО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью АО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т.ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т.ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки (операции), упомянутые в нем, могут не соответствовать финансовому положению, инвестиционному профилю, цели (целям) инвестирования, допустимому риску получателя материала и (или) ожидаемой доходности материала. Определение соответствия финансового инструмента либо сделки (операции) интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту, уровню допустимого риска, ожидаемой доходности является задачей получателя настоящего материала. АО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) сделок (операций) либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательств по последующему обновлению.

Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указать ссылку на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия АО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия АО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

Список компаний, в отношении которых у АО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанных компаний (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АЭЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брунсик. Строительство и девелопмент», АО «Синара - Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Проммед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славяно ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сегена Групп», ВЭФ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Ожуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «О'КЕЙ», ПАО «ТК-14», АО «Группа компаний «ЕК», ПАО «МегаФон», ООО «Эта Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAR PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Poly metal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭНН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Полос», X5 Retail Group N.V., ООО «ИКС 5 ФИНАНС», ПАО «Транснефть», ООО «Моторика», ПАО «Ростелеком», АО «Ж «МЕТАЛЛОИНВЕСТ», ПАО «Софтлайн», ООО «АЙДИ КОЛЛЕКТ», МК ООО «ТМК Стих Холдинг», ООО «Мастер», ПАО «СмартТехГрупп», ПАО «МГКЛ», ПАО «Каршеринг Руссия», ПАО «Диасофт», ООО «Боржом Финанс», ПАО «ЛК «Европлан», ООО «КОНТРОЛ лизинг», ПАО «МТС-Банк», ПАО «ПНК СЗ», ООО УК «А класс капитал», АО «АВТОБАН-Финанс», ПАО «ЭсЭфА».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположения: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозируемой дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «Покупать», если не превышает, остается положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым АО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

АО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.