

ЭсЭфАй: спекулятивный шорт акции

К 17 августа акция ЭсЭфАй прибавила 119% от минимума 17 июля при росте индекса МосБиржи на 7%, при этом существенных новостей для такого движения не было. Кратко видим следующие драйверы к снижению акций.



Источник: Московская Биржа, оценка Усиленных Инвестиций. Данные на 7 августа 2026 года.

Три драйвера снижения

1. Холдинг впервые за два года стоит дороже суммы своих активов: премия 11% против медианного дисконта 31%.
2. Дивидендная доходность в скринерах падает со 180% до нуля, и первый шаг вниз происходит в декабре 2026 года.
3. Прогнозный P/E на 2026 год около 11 в базовом сценарии против 5-6 по рынку, а деньгами до холдинга доходит и вовсе 0,85 млрд руб. в год.

Драйвер 1. Переоценка к сумме активов при историческом дисконте

Что есть в периметре холдинга и сколько это стоит по нашей оценке:

- доля 49% в ВСК, по пяти прибылям: 16,3 млрд руб.
- займы М.Видео номиналом 15,8 млрд, с уценкой: 8,2 млрд руб.
- 9,87% акций М.Видео по рыночной цене: 0,8 млрд руб.
- свободный кэш: 1,0 млрд руб.
- итого 26,2 млрд руб., или 539 руб. на акцию

Главная строка здесь посчитана щедро. Ренессанс Страхование, единственный публичный аналог, стоит 4,1 годовой прибыли при рентабельности капитала 18,3%, а ВСК идёт у нас за 5 прибылей при рентабельности 10,4%. Прибыль страховщика за 2025 год упала на 40% до 6,6 млрд руб., активы сократились на 19%, и речь о 49% без контроля в непубличной компании. По кварталам 2025 года ВСК заработал 2,34 млрд, 4,62 млрд и 2,03 млрд, а четвёртый квартал закрыл убытком 2,35 млрд. В первом квартале 2026 года прибыль составила

852 млн против 2 336 млн годом ранее. Если оценивать долю по аналогу, а не по нашей марке, сумма активов становится ещё ниже.

Вторая по величине строка, займы М.Видео, уценена почти вдвое, и вот почему. Номинал требований 15,8 млрд руб. сам по себе больше всей рыночной капитализации заёмщика, которая при цене 42,90 руб. составляет 7,7 млрд. Возврата деньгами не предполагается: требования гасятся акциями допэмиссии.

- цена конвертации привязана к средневзвешенной за шесть месяцев, это около 58,35 руб. по средневзвешенной цене за шесть месяцев по 17 августа, тогда как рынок даёт 42,90 руб. за акцию. За каждый рубль требований холдинг получает бумаг на 74 копейки по текущим котировкам, и весь будущий пакет тянет примерно на 11,6 млрд
- доля будет крупной, около 40% убыточного ритейлера: М.Видео закрыл 2025 год убытком 63,6 млрд руб., а первое размещение допэмиссии провалилось. Продать такой пакет по котировке нельзя, только с дисконтом
- сама ЭсЭфАй потери уже признаёт: резерв под ожидаемые кредитные убытки вырос до 19,6% валовой стоимости на конец марта, и 2,4 млрд из него приходится на третью стадию кредитного риска

Отсюда 8,2 млрд, то есть 52 копейки с рубля. Это рыночная стоимость будущего пакета по цене М.Видео 42,90 руб. с тем же дисконтом на неликвидность крупной доли. Для сравнения, в собственной отчётности холдинга те же займы стоят 82 копейки с рубля, так что наша марка заметно консервативнее.

При цене 597,60 руб. капитализация составляет 29,1 млрд, то есть премия к этой оценке 11%. Раньше бумага торговалась только с дисконтом. Мы пересчитали ту же самую методику назад, на 624 торговых дня с марта 2024 по декабрь 2025, пока в холдинге ещё был Европлан и его долю можно было оценивать по рынку. Медианный дисконт составлял минус 31%, и он держался в каждом квартале:

- 3кв2024: минус 46%
- 4кв2024: минус 33%
- 1кв2025: минус 31%
- 2кв2025: минус 28%
- 3кв2025: минус 35%
- 4кв2025: минус 22%
- 17 августа 2026 года: плюс 11%

Дисконт наблюдался в 529 днях из 624, то есть в 85% случаев. Возврат к исторической медиане означает цену около 372 руб. за акцию.

Оценка по сумме частей и потенциал

Потенциал SFI (возврат к историческому дисконту): -39%

SFI — инвестиционный холдинг, исторически торговавшийся с дисконтом к NAV (медиана –31% за 624 торговых дня 2024–25, когда ядром NAV был Европлан; дисконт наблюдался в 529 днях из 624). В 2025 г. Европлан продан (прекращённая деятельность: выбывшие чистые активы Р42,4 млрд, прибыль от продажи Р11,1 млрд). На ликвидационных/рыночных оценках оставшихся активов — БСК 49% по мультипликатору к прибыли (а не Р40 млрд балансовой стоимости с гудвиллом), конвертируемые займы М.Видео с дисконтом, только свободный кэш — текущий NAV ≈ Р27,1 млрд, т.е. SFI торгуется с ПРЕМИЕЙ к NAV. Возврат к историческому дисконту даёт отрицательный потенциал. Vintage: FY2025 IFRS audited (B1, 25-Mar-2026); stakes/carrying as of 31-Dec-2025.

1 · Текущий NAV (ликвидационный, рыночные оценки)	
БСК 49% — 5× доли в прибыли (Р3.3 млрд)	16.3 млрд Р
М.Видео 9.87% — по рынку	0.9 млрд Р
Займы М.Видео (конвертируемые) — с дисконтом (номинал Р16 млрд)	9.0 млрд Р
Свободные денежные средства	1.0 млрд Р
= Ликвидационный NAV	27.1 млрд Р
Капитализация SFI	30.8 млрд Р
Премия к NAV (сейчас)	+14%
2 · Потенциал = возврат к историческому дисконту	
Исторический дисконт к NAV (медиана, 2024–26)	-31%
Текущая премия к NAV	+14%
→ Потенциал (1+дисконт)/(1+премия)–1	-39%
3 · Справочно: балансовый NAV и продажа Европлана	
Балансовый NAV (аудир., БСК по балансу Р40 млрд)	64.8 млрд Р
— дисконт к балансовому NAV	-52%
Европлан 87.5% — продан в 2025 (по рынку Р70 млрд)	прекращ. деят.

Драйвер 2. Дивидендная доходность из 180% превращается в ноль

Скринеры сейчас показывают по бумаге трёхзначную дивидендную доходность, и она вся относится к прошлому. За последние двенадцать месяцев выплачено 1074 руб. на акцию: 902 руб. с отсечкой 25 декабря 2025 года и 172 руб. с отсечкой 15 мая 2026 года. К цене 597,60 руб. это 180% годовых. Источником была продажа 87,5% Европлана Альфа-Банку за 56,9 млрд руб., то есть разовая сделка, а не операционный поток.

Выплата по итогам девяти месяцев 2026 года, по нашей оценке, не состоится. Дивидендная политика определяет базу как не менее 75% от минимального из двух значений: чистой прибыли по РСБУ или свободного денежного потока за отчётный период, при условии поступления дивидендных выплат от дочерних и зависимых обществ. По РСБУ за первое полугодие 2026 года холдинг получил убыток 0,14 млрд руб. при выручке 0,89 млрд. Минимум из отрицательной величины и денежного потока базы не образует, а перекрыть полугодовой убыток третий квартал может только за счёт процентных доходов.

Процентный доход при этом сам находится под сокращением. За первый квартал 2026 года он составил 849 млн руб., и основная его часть приходится на займы М.Видео, которые предстоит конвертировать в акции допэмиссии. После конвертации эта строка исчезает, а взамен появляется пакет акций, дивидендов не приносящий.

Платить из накопленного тоже не из чего. На 31 декабря 2025 года у холдинга было 7,0 млрд руб. денежных средств и 4,5 млрд в банках. В первом квартале 2026 года 2,5 млрд ушло на выкуп акций у несогласных

акционеров, в мае около 8,3 млрд на выплату 172 руб. на акцию. Свободного остатка после этого порядка 1 млрд руб., и он же стоит отдельной строкой в нашей оценке суммы активов.

Первый шаг вниз датируется точно: 25 декабря 2026 года. В этот день из скользящего двенадцатимесячного окна выпадает выплата 902 руб., то есть 84% всей суммы, и показатель в скринерах падает со 180% примерно до 29%. Полностью доходность обнуляется после 15 мая 2027 года. Решение совета директоров по итогам девяти месяцев ожидается в декабре: годом ранее аналогичный вопрос рассматривало внеочередное собрание акционеров 14 декабря 2025 года.

Это и есть механизм переоценки. Часть держателей входила в бумагу по фильтру дивидендной доходности, и когда трёхзначное число в таблице сменится на однозначное, повод держать позицию у этой группы исчезает.

Драйвер 3. Прогнозный P/E около 11 против 5-6 по рынку

Этот аргумент не зависит ни от выбора линейки для оценки активов, ни от спора о марках. За первый квартал 2026 года холдинг заработал от продолжающейся деятельности 498 млн руб. Внутри: процентный доход по займам 849 млн, доля в прибыли ВСК 418 млн, отрицательная переоценка пакета М.Видео 307 млн, расходы по ожидаемым кредитным убыткам 288 млн и корпоративные расходы 144 млн.

Дальше всё упирается в одно допущение о резервах, поэтому показываем три сценария:

- базовый: резервы замирают на текущем уровне покрытия, поскольку конвертация займов в акции ожидается в этом году и резервировать станет нечего. Прибыль около 2,7 млрд руб., P/E около 11
- пессимистичный: резервы растут теми же темпами, что в первом квартале. Прибыль около 1,2 млрд, P/E порядка 24
- оптимистичный: нормализация сквозь цикл, где прибыль ВСК возвращается к среднему за четыре года. Прибыль около 3,9 млрд, P/E около 7

В базовом сценарии бумага стоит вдвое дороже рынка, а в оптимистичном всё ещё дороже. Российский рынок в целом торгуется за 5-6 прибылей, а Ренессанс Страхование за 4,1.

Причём даже эта прибыль по большей части бумажная. Доля в прибыли ВСК приходит по методу долевого участия и увеличивает баланс, а деньгами на счёт головной компании поступают только собственные дивиденды страховщика. По отчёту об изменениях капитала ВСК выплатил акционерам 3,0 млрд руб. в течение 2024 года и 2,0 млрд в течение 2025-го; в холдинг после доли 49% и налога 13% пришло 1 280 млн и 853 млн, и ровно эти суммы стоят строкой полученных дивидендов в его отчётности. То есть от актива, на который приходится 62% оценки, деньгами идёт около 0,85 млрд руб. в год, или 2,9% к капитализации. Выручка холдинга по РСБУ за первое полугодие 2026 года, 0,89 млрд при убытке 0,14 млрд, ровно того же порядка.

В нашей же оценке есть внутреннее расхождение, и мы его называем. Займы М.Видео мы держим по 52 копейки с рубля, а начисленный компанией резерв покрывает лишь 19,6% валовой стоимости. Если довести резерв до нашей марки, потребуются доначислить ещё около 4,5 млрд, и тогда 2026 год закрывается убытком порядка 1,8 млрд. В базовый сценарий мы это не закладываем, потому что рыночная марка и резерв по МСФО 9 считаются по разной логике, но направление у расхождения одно.

Показатель LTM P/E около 2,7 из агрегаторов к делу отношения не имеет. Внутри него разовая прибыль от продажи Европлана.

Что сломалось у ВСК в 2025 году

Страховой бизнес отработал в убыток, а год вытянул инвестиционный портфель. Результат оказания страховых услуг составил минус 3,3 млрд руб. против плюс 11,3 млрд годом ранее: выручка по страхованию

упала на 5,8% до 137,4 млрд, а расходы выросли на 7,0% до 140,8 млрд. Процентные доходы при этом прибавили 36% до 20,5 млрд на высокой ставке. При снижении ставки эта подпорка ослабевает, а страховой результат за неё не отвечает.

Доля холдинга в прибыли ВСК уже сжимается. За первый квартал 2026 года она составила 418 млн руб. против 1 145 млн годом ранее.

Менеджмент объясняет 2025 год хакерской атакой, но одной ею результат не закрывается. На сессии ЭсЭфАй на конференции Смартлаба говорилось, что атака на полтора месяца практически парализовала бизнес страховщика. Полтора месяца простоя объясняют часть провала, однако ножницы между падающей выручкой и растущими расходами держались весь год, а первый квартал 2026 года, уже без атаки, вышел вдвое хуже прошлогоднего.

Почему балансовый капитал здесь не аргумент

Возражение о том, что капитал по МСФО втрое превышает капитализацию, снимается по четырём пунктам.

Знаменатель посчитан не на ту дату. Капитал 64,8 млрд относится к 31 декабря 2025 года. После этого из него ушли выкуп акций в марте на 2,5 млрд и дивиденд 172 руб. на акцию с отсечкой 15 мая на 8,3 млрд. Скорректированный капитал около 53,9 млрд, а Р/В получается 0,57, а не 0,33.

В капитале сидит гудвил на 9,3 млрд по сделке приобретения ВСК. Это остаток учёта покупки, а не то, что можно продать. Без него мультипликатор к материальному капиталу уже 0,69.

Доля в ВСК учтена методом долевого участия и растёт на нераспределённую прибыль страховщика независимо от того, получит ли эти деньги сам холдинг. Ни контроля, ни котировки, ни объявленного пути выхода.

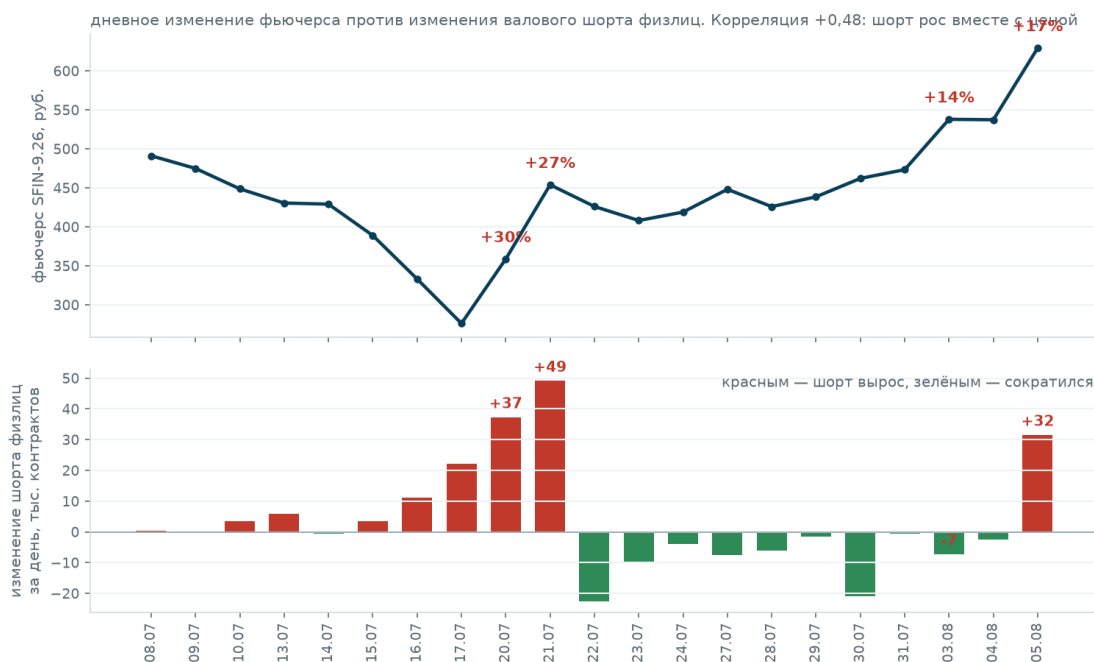
Кредитный риск не зарезервирован. Из 16,3 млрд займов М.Видео 10,8 млрд числятся в первой стадии кредитного риска с нулевым резервом. Это при убытке заёмщика 63,6 млрд за 2025 год и провалившемся первом размещении допэмиссии.

У холдинга балансовый капитал в принципе является артефактом учёта. Каждый актив попал туда по своей истории приобретения, и складывать их в одно число бессмысленно. Работает только сумма активов.

Что двигало котировку

Версию про вынос шортов по доступным данным ни подтвердить, ни опровергнуть нельзя. Валовой шорт физлиц во фьючерсе в дни взрывного роста не сокращался, а рос: 20 июля при плюс 30% он прибавил 37 271 контракт, 21 июля при плюс 27% ещё 49 103, 5 августа при плюс 17% ещё 31 512. К 14 августа, последней доступной дате в базе позиций, валовой шорт физлиц вырос до 123 235 контрактов. Короткая сторона стала ещё плотнее, хотя внутри дня старые позиции могли закрываться, а новые открываться на их месте.

На росте розница наращивала шорт, а не закрывала



Источник: Московская Биржа (позиции клиентов ФОРТС), расчёты Усиленных Инвестиций. Данные на 6 августа 2026 года.

Масштаб срочного рынка для спота в любом случае мал. Весь открытый интерес во фьючерсе около 122 млн руб. против оборота акции более 3 млрд руб. 5 августа.

Более простое объяснение – тонкий стакан. Свободное обращение у ЭсЭфАй составляет около 23% капитала, или примерно 6,7 млрд руб., это 11,2 млн акций. За 21 июля прошло 10,1 млн акций, девяносто процентов всего свободного объёма за одну сессию, а с 17 июля по 6 августа 42,5 млн, почти четыре оборота свободного обращения. В стакане такой толщины нескольких сотен миллионов настойчивой покупки достаточно, чтобы двинуть цену на десятки процентов.

Чем шортить: по стоимости выигрывает акция

Короткая позиция в акции обходится в 7-10% годовых, а во фьючерсе вдвое-втрое дороже. SFIN-9.26 стоит 583,60 руб. при спот-цене 597,60 руб., то есть в бэквордации на 2,3%. До экспирации 17 сентября остаётся 31 день, и это схождение базиса эквивалентно примерно 28% годовых. Столько стоит держать здесь короткую позицию через срочный рынок.

Ликвидность тоже на стороне акции. Оборот бумаги 5 августа превысил 3 млрд руб., тогда как весь открытый интерес во фьючерсе около 122 млн при 208 тыс. открытых позиций. Гарантийное обеспечение 203 руб. на контракт, больше трети цены, и биржа может поднять его дальше.

Фьючерс при этом остаётся рабочим инструментом там, где короткие продажи в акции недоступны. Часть брокеров бумагу в шорт не даёт, и тогда срочный рынок остаётся единственным способом занять позицию.

Целевая цена и потенциал

Целевая цена акции 372 руб., потенциал падения 38%.

372 руб. это возврат к историческому медианному дисконту в 31% к сумме активов, то есть к уровню, на котором холдинг торговался все два года наблюдений.

Промежуточный ориентир на случай неполного возврата: простой паритет с оценкой активов, то есть 539 руб., даёт 10%.

Во фьючерсе SFIN-9.26 при цене 583,60 руб. та же целевая даёт 36%, если к моменту закрытия позиции бэквордация сойдётся к нулю.

Идея спекулятивная и рассчитана на возврат котировки к диапазону, из которого она вышла. Опоры на корпоративные события в ней нет, кроме датированного выпадения дивиденда из скользящего окна 25 декабря 2026 года.

Риски

- бумага крайне волатильна: дневные колебания доходят до 13-16%
- свободное обращение тонкое, поэтому стоимость займа бумаги под короткую позицию может оказаться заметной; ставку стоит уточнить у брокера до входа, а не после
- при резком движении брокер может ограничить короткие продажи в акции. Вероятность самого запрета невелика: акция выросла, а не рухнула, и компания не в предбанкротном состоянии, как ЕвроТранс
- короткая сторона людная: валовой шорт физлиц во фьючерсе 91 тыс. контрактов, повторный вынос технически возможен
- совет директоров может объявить дивиденд по итогам девяти месяцев вопреки убытку по РСБУ, например из нераспределённой прибыли прошлых лет
- продажа доли в ВСК по цене выше нашей марки в 5 прибылей переоценит активы вверх и сузит потенциал; менеджмент говорит, что предложения поступают, но пока не устраивают по условиям
- конвертация займов М.Видео может пройти на условиях лучше наших допущений: форма оплаты в раскрытиях прямо не названа, зачёт требований является нашим предположением

Источник: [Усиленные Инвестиции](#)