

В авангарде российского
финансового рынка
с 1995 года

Как инвесторы принимают решения на рынке?

ФЕВРАЛЬ 2026

АВТОРЫ:

ДМИТРИЙ
АЛЕКСАНДРОВ

T: +7 (926) 919-91-00

E: Dalexandrov@rencap.ru

Когнитивные искажения

КАК МЫ ОШИБАЕМСЯ?

- Люди склонны недооценивать вероятность регулярных событий. Пример – риски автокатастроф
- Но при этом люди переоценивают риски редких и масштабных событий. Пример – риски авиакатастроф
- Скорость принятия решений сильно увеличилась, «клиповое мышление»
- Тенденция к тому, чтобы полагаться на мнение «советчика»
- Подмена понятий. Исследование в США: в штатах, где запрещается гэмблинг, наблюдается рост интереса к фондовому рынку

№1 В РЕЙТИНГЕ AMAZON.COM

ДУМАЙ
МЕДЛЕННО...
РЕШАЙ
БЫСТРО



ДАНИЭЛЬ
КАНЕМАН

ЛАУРЕАТ НОБЕЛЕВСКОЙ ПРЕМИИ

Как эмитенты корректируют цифры

- Эффект от экономии Эскроу – бумажная статья, которая корректирует EBITDA, но не имеет отношения к реальному потоку
- ND/EBITDA Самолета по версии самого Самолета – 3.1x
- По версии аналитиков – 8.8x
- Важно следить за корректировками!

млн руб.	Прим.	За 6 месяцев, закончившихся 30 июня	
		2025 года	2024 года*
Денежные потоки от операционной деятельности			
Прибыль за отчетный период		1 843	4 718
<i>Корректировки:</i>			
Амортизация		1 780	597
Эффект от вклада земли другими участниками, оцененной по справедливой стоимости	13	-	(624)
Доля в (прибыли)/убытке от участия в объектах инвестиций, учитываемых методом долевого участия	13	(380)	76
Дооценка инвестиции на момент выбытия в дочернюю компанию	13	(305)	-
Обесценение инвестиционной недвижимости, гудвила и нематериальных активов	12	111	284
Эффект от экономии эскроу, признанный в выручке	6	(27 806)	(20 855)
Резерв под обесценение авансов выданных	7(с)	1 329	1 021
Финансовые доходы	8	(4 498)	(2 998)
Финансовые расходы	8	52 349	39 447
Расход по налогу на прибыль	10	601	1 329
Потоки денежных средств от операционной деятельности до учета изменений оборотного капитала и резервов		25 024	22 995

Как эмитенты корректируют цифры

- Нематериальные активы у нефтетрейдера – зачем они ему?

я: Общество с ограниченной ответственностью "КРОНОС" (число, месяц, год) _____ по ОКПО _____
 мерения тыс. руб. _____ по ОКЕИ _____

Наименование показателя	Код	На 30 сентября 2025 г.	На 31 декабря 2024 г.
АКТИВ			
I. Внеоборотные активы			
Гудвил	1105	-	-
Нематериальные активы	1110	302 258	302 535
в том числе:			
Нематериальные активы в организации		302 258	302 517
Приобретение нематериальных активов		-	18
Выполнение научно-исследовательских, опытно-конструкторских и технологических работ		-	-
Нематериальные поисковые активы	1130	-	-
Материальные поисковые активы	1140	-	-
Основные средства	1150	1 639	2 392

Как эмитенты корректируют цифры

- Особенно если капитал почти полностью состоит из них...

Наименование показателя	Код	На 30 сентября 2025 г.	На 31 декабря 2024 г.
ПАССИВ			
III. Капитал			
Уставный капитал	1310	1 000	10
Собственные акции, принадлежащие обществу, задолженность акционеров по оплате акций	1320	-	-
Накопленная дооценка внеоборотных активов	1340	-	-
в том числе:			
Переоценка основных средств		-	-
Переоценка НМА		-	-
Переоценка прочих внеоборотных активов		-	-
Добавочный капитал (без накопленной дооценки)	1350	-	-
Резервный капитал	1360	-	-
в том числе:			
Резервы, образованные в соответствии с законодательством		-	-
Резервы, образованные в соответствии с учредительными документами		-	-
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	325 335	312 167
Итого по разделу III	1300	326 335	312 177

Как эмитенты корректируют цифры

- Но бывает и больше НМА – у Ойл Ресурс Групп их на 4 трлн рублей!
- Это на 1 трлн больше, чем у Газпромнефти
- И на 1,5 трлн больше, чем у ВТБ

я: Общество с ограниченной ответственностью "ОИЛ РЕСУРС"
 мерения тыс. руб.

Наименование показателя	Код	На 30 сентября 2025 г.
АКТИВ		
I. Внеоборотные активы		
Гудвил	1105	-
Нематериальные активы	1110	4 024 923 048
в том числе:		
Нематериальные активы в организации		4 020 000 764
Приобретение нематериальных активов		987 667
Выполнение научно-исследовательских, опытно-конструкторских и технологических работ		3 934 618
Нематериальные поисковые активы	1130	-
Материальные поисковые активы	1140	-
Основные средства	1150	544 895

Как эмитенты корректируют цифры

ПАО «МГКЛ» и его дочерние организации
Промежуточный консолидированный отчет о финансовом положении по состоянию на
30 июня 2025 года (в тысячах российских рублей)

	Примечание	30 июня 2025 года (неаудированные данные)	31 декабря 2024 года
Активы			
Денежные средства и их эквиваленты	5	1 090 466	1 010 729
Займы выданные	6	855 976	567 282
Гудвил	28	1 307 322	542 880
Активы в форме права пользования	8	1 003 983	612 920
Основные средства	9	147 363	160 216
Нематериальные активы	7	129 941	84 113
Текущие налоговые активы		19 359	7 755
Отложенные налоговые активы	21	183 658	99 483
Товары для перепродажи		1 468 830	826 252
Готовая продукция		28 549	29 429
Прочие активы	10	1 134 155	967 787
Итого активов		7 369 602	4 908 846

Как эмитенты корректируют цифры

000 «Звезда»

Активы

Денежные средства и их эквиваленты	7
Товары для перепродажи	1 034 842
Прочие активы	47 393
Итого активов	1 082 242

Обязательства

Кредиторская задолженность	905 883
Итого обязательств	905 883

Итого чистые активы	176 359
Стоимость приобретения	940 801
Гудвилл	764 442

На 30 июня 2025 года

Компании	Стоимость Гудвила	Вид деятельности
ООО «Ломбард Союз»	219 729	Ломбард
ООО «ТехноТренд»	318 898	Ресейл
ООО «Звезда»	764 442	Ресейл
Прочее	4 253	-
Итого	1 307 322	

Как эмитенты корректируют цифры

17. Процентные доходы и расходы

	Примечание	6 месяцев 2025	6 месяцев 2024
Процентные доходы по займам, выданным физическим лицам		505 881	575 270
Процентные доходы по займам, выданным юридическим лицам		260 147	65 722
Процентные доходы по депозитам		27 241	9 700
Процентные расходы по облигациям	12	(345 667)	(157 131)
Процентные расходы по обязательствам по аренде	13	(77 162)	(53 940)
Процентные расходы по привлеченным займам	11	(6 919)	(19)
Итого чистых процентных доходов		363 520	439 602

Как эмитенты корректируют цифры

- Эффект от экономии Эскроу – бумажная статья, которая корректирует EBITDA, но не имеет отношения к реальному потоку
- ND/EBITDA Самолета по версии самого Самолета – 3.1x
- По версии аналитиков – 8.8x
- Важно следить за корректировками!

Наименование показателя	Код	На 30 сентября 2025 г.	На 31 декабря 2024 г.
ПАССИВ			
III. Капитал			
Уставный капитал	1310	1 000	10
Собственные акции, принадлежащие обществу, задолженность акционеров по оплате акций	1320	-	-
Накопленная дооценка внеоборотных активов	1340	-	-
в том числе:			
Переоценка основных средств		-	-
Переоценка НМА		-	-
Переоценка прочих внеоборотных активов		-	-
Добавочный капитал (без накопленной дооценки)	1350	-	-
Резервный капитал	1360	-	-
в том числе:			
Резервы, образованные в соответствии с законодательством		-	-
Резервы, образованные в соответствии с учредительными документами		-	-
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	325 335	312 167
Итого по разделу III	1300	326 335	312 177

Как принимать решения?

ЧТО ДЕЛАТЬ?

- Ставьте под вопрос вероятности событий. Нельзя ориентироваться на ощущения, нужно считать
- Нельзя ориентироваться на презентацию или пресс-релиз эмитента. Смотрите первичные документы (отчетность, инвестиционный меморандум), считайте цифры сами
- Четко определитесь с целями работы на рынке. Хорошая практика – разные счета под разные цели. Небольшой счет для спекуляций и основной счет для инвестиций

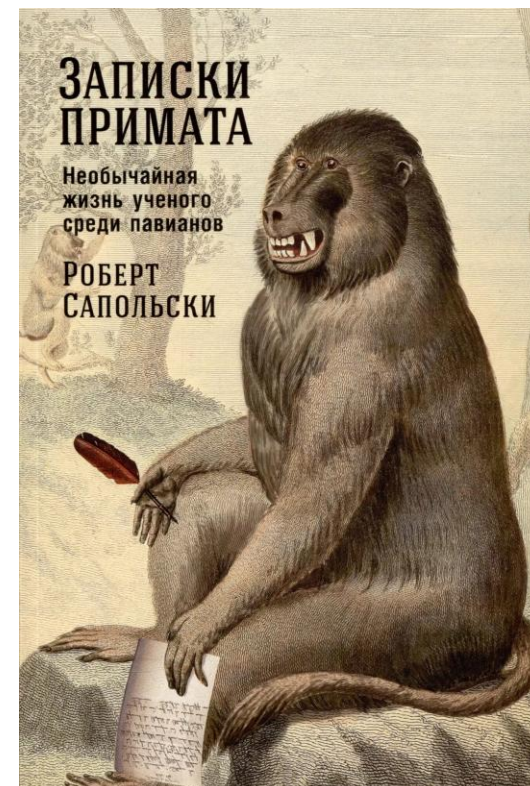
Хорошая литература:

- Роберт Сапольски: Предопределенность, Записки Примата
- Вилейанур Рамачандран: Мозг Рассказывает

Вильяну Рамачандран

МОЗГ РАССКАЗЫВАЕТ

Нейропсихология в поисках того,
что делает нас человеком





Указанная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и может носить конфиденциальный характер. Такая информация не может быть воспроизведена, повторно распространена или опубликована полностью или частично для любой цели без письменного разрешения компании «Ренессанс Капитал», и ни «Ренессанс Капитал», ни какое-либо её аффилированное лицо не принимает какую бы то ни было ответственность за действия третьих лиц в этом отношении. Настоящая информация не может быть использована с целью создания финансовых инструментов или продуктов или любых индексов. Ни компания «Ренессанс Капитал», ни её аффилированные лица, ни их директора, представители или сотрудники не принимают ответственность за любой прямой или косвенный убыток или ущерб, возникающий в результате использования всей указанной информации или любой её части.

Указанная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данной презентации, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

«Ренессанс Капитал» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной презентации.

Лицо, которое приняло решение о приобретении структурных продуктов (нот, сертификатов, облигаций) и иностранных финансовых инструментов, не квалифицированных в качестве ценных бумаг, понимает и принимает на себя возможные риски, включая (но не ограничиваясь) риски финансовых потерь. Данное лицо понимает и принимает то, что стоимость принадлежащих ему финансовых инструментов может как расти, так и снижаться, и ее рост в прошлом не означает ее роста в будущем.

Настоящая презентация носит исключительно информационный характер и не является офертой на заключение сделок с финансовыми инструментами, приглашением делать оферты на заключение сделок с финансовыми инструментами, либо офертой по представлению каких-либо услуг, а также не является рекомендацией в отношении каких-либо финансовых инструментов.