Обзор перед SPO

29 ноября 2023 г.

Дмитрий Булгаков, bulgakovds@bcs.ru

Софтлайн

Крупный игрок в ИТ, рост собственной разработки

ПАО «Софтлайн», позиционирующий себя как B2B-маркетплейс в сфере ИТ, планирует вторичное публичное предложение акций на Московской бирже. В этом отчете мы рассматриваем инвестиционный кейс компании и обсуждаем возможную оценку Софтлайна на основе имеющейся информации.

- Компания продает собственные и сторонние ИТ продукты — B2B и B2G
- Валовая прибыль за 9M23: собственные решения — 47%, сторонние — 53%
- Рост прибыли сдерживается операционными расходами (персонал)
- Государственные требования к локализации меняют рынок
- Наш прогноз скорр. чистой прибыли на 2023 г. — около RUB 0.2 млрд
- Дивидендная политика сулит выплату >25% чистой прибыли с 2025 г.
- Мы оцениваем капитал Софтлайна в RUB 42-55 млрд
- Целевая капитализация через 12M может составить RUB 51-67 млрд
- Риски: рост конкуренции, регуляторные изменения, технологические вызовы

Сильная дистрибуция — кросс-продажи. Софтлайн — является системообразующим игроком растущего и трансформирующегося ИТ рынка. Одно из основных преимуществ Софтлайна — сильная команда продаж, которая традиционно фокусировалась на сторонних продуктах. Софтлайн является крупным дистрибьютором — около 100 тыс. B2B клиентов. Эти налаженные каналы реализации дают отличную возможность по кросс-продажам своих разработок. Собственные решения включают услуги, облачные сервисы, компьютеры и другие продукты. В целом Софтлайн предлагает полный набор ИТ услуг и решений и обладает диверсифицированной и обширной базой клиентов. Благодаря более высокой рентабельности собственных продуктов и услуг (валовая рентабельность >50%), компания усиливает фокус на этот сегмент. Цель: генерировать более 60% валовой прибыли благодаря собственному портфелю.

Импортозамещение в ИТ. В 2022 г. произошел серьезный сдвиг в сторону российского ПО. Сегмент сторонних решений, который исторически был самым главным в Софтлайне, в 2022 г. удвоил объем оборота с российским ПО до 56% (с 28% в 2020 г.), при этом доля импортных продуктов снизилась до 44% с 73% (за тот же период). Продажа сторонних решений остается крупным бизнесом для Софтлайна (53% валовой прибыли за 9M23). Однако в 3K23 компания показала, что собственные решения уже генерировали больше валовой прибыли (63%), чем сторонние (37%). Существует определенная сезонность в доходах Группы в силу контрактации (закупок) крупными покупателями в конце года. Так, в 2022 г. на 2П22 пришлось 56% всего оборота и валовой прибыли за весь год, а на 1П22 — оставшиеся 44%.

Собственные решения и разработки. Прибыль и оборот по сегменту собственных решений существенно выросли в 3K23 благодаря покупке двух относительно крупных компаний — Bell Integrator и Борлас. Согласно раскрытию компании, 28% EBITDA за 9M23 приходится на купленные активы. Облачные решения и ПО, а также собственное оборудование показали увеличение по валовой прибыли, однако в абсолютных значениях крупнейший рост пришелся на сегмент услуг, в частности сюда попали два упомянутых крупных приобретения. Благодаря росту, в том числе сегмента по собственным продуктам, Софтлайн ожидает повышение оборота в целом по группе на 20% ежегодно в 2024-25 гг. Долгосрочные прогнозы по росту компания не раскрывает. Мы прогнозируем увеличение EBITDA до RUB 6.6 млрд в 2024 г. Дальнейшее повышение может произойти благодаря новым приобретениям, разработкам и органическому росту, в том числе по всему рынку ИТ. В целом мы отмечаем, что Софтлайн обладает мотивированной командой с опытом работы с ведущими мировыми ИТ компаниями.

Оценка и ключевые риски. Наша оценка основывается на дисконтировании будущих денежных потоков компании и учитывает средневзвешенную стоимость капитала 20.3%, стоимость акционерного капитала 21.8%, рост в постпрогнозном периоде — 9%. Положительный эффект на стоимость Софтлайна может оказать рост бюджетов на цифровизацию, успешные собственные услуги и разработки. Риски включают рост конкуренции и инфляцию издержек (в основном на персонал) и могут вызвать падение прибыли. Регуляторный риск — неожиданные изменения на рынке, окончательный уход иностранных поставщиков, снижение господдержки и прочие. Гипотетические проблемы в корпоративном управлении, управленческих или технологических решениях также могут нести риски, также мы обращаем внимание на возможные санкционные риски эмитента.

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.
ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397-000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты (подробнее см. на последней странице).
© 2023 ООО «Компания БКС». Все права защищены.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПРЕДОСТАВЛЯЕТСЯ ВАМ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО В СПРАВОЧНЫХ ЦЕЛЯХ. НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ КАКАЯ-ЛИБО ЕГО КОПИЯ ИЛИ ФРАГМЕНТ НЕ ПОДЛЕЖАТ ВЫВОЗУ, ПЕРЕСЫЛКЕ ИЛИ РАСПРОСТРАНЕНИЮ, БУДЬ ТО НАПРЯМУЮ ИЛИ КОСВЕННО, ЗА ПРЕДЕЛАМИ РОССИИ. РАСПРОСТРАНЕНИЕ НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА В ДРУГИХ ЮРИСДИКЦИЯХ МОЖЕТ БЫТЬ ОГРАНИЧЕНО ЗАКОНОМ, И ЛИЦАМ, В ЧЬЕ РАСПОРЯЖЕНИЕ ПОПАДЕТ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, СЛЕДУЕТ ОЗНАКОМИТЬСЯ С ЛЮБЫМИ ТАКИМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ И СОБЛЮДАТЬ ИХ. ЛЮБОЕ НЕСОБЛЮДЕНИЕ ТАКИХ ОГРАНИЧЕНИЙ МОЖЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ СОБОЙ НАРУШЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА ЛЮБОЙ ТАКОЙ ИНОЙ ЮРИСДИКЦИИ. ПРИНИМАЯ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, ВЫ СОГЛАШАЕТЕСЬ СОБЛЮДАТЬ ВЫШЕУКАЗАННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ ПРИОБРЕСТИ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ ИЛИ ПРИГЛАШЕНИЕМ ДЕЛАТЬ ПРЕДЛОЖЕНИЯ О ПРИОБРЕТЕНИИ КАКИХ-ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ, НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ЧАСТЬЮ ТАКИХ ПРЕДЛОЖЕНИЯ ИЛИ ПРИГЛАШЕНИЯ И НЕ ПОДЛЕЖИТ ИСТОЛКОВАНИЮ В КАЧЕСТВЕ ТАКОВЫХ. НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ КАКАЯ-ЛИБО ЧАСТЬ ЕГО СОДЕРЖАНИЯ НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КАКОЙ-ЛИБО СДЕЛКИ ИЛИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ КАКОГО-ЛИБО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, ОНИ НЕ МОГУТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНЫ В СВЯЗИ С КАКИМИ-ЛИБО СДЕЛКАМИ ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ ИЛИ СЛУЖИТЬ СТИМУЛОМ К ЗАКЛЮЧЕНИЮ КАКИХ-ЛИБО СДЕЛОК ИЛИ ПРИНЯТИЮ КАКИХ-ЛИБО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ БЫЛ ОПУБЛИКОВАН В ОТКРЫТОМ ДОСТУПЕ, А БЫЛ ПРЕДОСТАВЛЕН ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО РЯДУ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ. ЛЮБОЕ РЕШЕНИЕ О ПРИОБРЕТЕНИИ КАКИХ-ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДОЛЖНО ПРИНИМАТЬСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ОСНОВАНИИ ИНФОРМАЦИИ, ПРЕДОСТАВЛЕННОЙ ИЛИ РАСКРЫТОЙ ПРОДАВЦАМИ ИЛИ ЭМИТЕНТОМ ЦЕННЫХ БУМАГ, НАПРИМЕР, НА ОСНОВАНИИ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В ПРОСПЕКТЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ ИНДИВИДУАЛЬНУЮ ИНВЕСТИЦИОННУЮ РЕКОМЕНДАЦИЮ И НЕ СОДЕРЖИТ ИНВЕСТИЦИОННОЕ КОНСУЛЬТИРОВАНИЕ (В ЗНАЧЕНИИ, ОПРЕДЕЛЕННОМ В ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ (В ТОМ ЧИСЛЕ, В ФЕДЕРАЛЬНОМ ЗАКОНЕ ОТ 22 АПРЕЛЯ 1996 ГОДА № 39-ФЗ «О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ»)) И НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ЧАСТЬЮ ЛЮБОЙ (ЛЮБОГО) ИЗ НИХ.

ИНФОРМАЦИЯ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, НЕ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ РЕКЛАМУ ИЛИ ПРЕДЛОЖЕНИЕ КАКИХ-ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДНАЗНАЧЕН И НЕ ДОЛЖЕН РАСПРОСТРАНЯТЬСЯ ИЛИ ПЕРЕДАВАТЬСЯ НЕОПРЕДЕЛЕННОМУ КРУГУ ЛИЦ. АНАЛИТИК НЕ ВЫСТУПАЕТ В КАЧЕСТВЕ НЕЗАВИСИМОГО ОЦЕНЩИКА, ФИНАНСОВОГО КОНСУЛЬТАНТА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ, ИНВЕСТИЦИОННОГО СОВЕТНИКА ИЛИ АКТУАРИЯ, КАК ДАННЫЕ ТЕРМИНЫ ОПРЕДЕЛЕНЫ В ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПОДГОТОВЛЕН САМОСТОЯТЕЛЬНО И НЕЗАВИСИМО ОТ ПУБЛИЧНОГО АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА СОФТЛАЙН («**КОМПАНИЯ**») И ЕГО АКЦИОНЕРОВ, ИЛИ КАКИХ-ЛИБО ЕГО КОНСУЛЬТАНТОВ, И ЛЮБЫЕ ПРОГНОЗЫ, ЗАКЛЮЧЕНИЯ И ОЖИДАНИЯ, СОДЕРЖАЩИЕСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, ПОЛНОСТЬЮ ПРИНАДЛЕЖАТ ДМИТРИЮ БУЛГАКОВУ, ПРЕДОСТАВЛЕНЫ В РАМКАХ ЕГО ОБЫЧНОЙ АНАЛИТИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И НЕ ДОЛЖНЫ РАССМАТРИВАТЬСЯ КАК САНКЦИОНИРОВАННЫЕ ИЛИ ОДОБРЕННЫЕ КАКИМ-ЛИБО ИНЫМ ЛИЦОМ. ДМИТРИЙ БУЛГАКОВ НЕ ИМЕЕТ КАКИХ-ЛИБО ПОЛНОМОЧИЙ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ КАКИХ-ЛИБО ЗАВЕРЕНИЙ ИЛИ ГАРАНТИЙ ОТ ИМЕНИ КОМПАНИИ, ЕЕ АКЦИОНЕРОВ, КОГО-ЛИБО ИЗ ЕЕ КОНСУЛЬТАНТОВ ИЛИ КАКОГО-ЛИБО ИНОГО ЛИЦА В СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ДОКУМЕНТОМ. НЕСМОТРЯ НА ТО, ЧТО БЫЛИ ПРЕДПРИНЯТЫ ВСЕ РАЗУМНЫЕ МЕРЫ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ДОСТОВЕРНОСТИ ПРИВЕДЕННЫХ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ ФАКТОВ, А ТАКЖЕ ОБЪЕКТИВНОСТИ И ОБОСНОВАННОСТИ СОДЕРЖАЩИХСЯ В НЕМ ПРОГНОЗОВ, ЗАКЛЮЧЕНИЙ И ОЖИДАНИЙ, ДМИТРИЙ БУЛГАКОВ ИЛИ СВЯЗАННЫЕ С НИМ ЛИЦА НЕ ПРОВОДИЛ(-И) НЕЗАВИСИМУЮ ПРОВЕРКУ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА, И, СООТВЕТСТВЕННО, ДМИТРИЙ БУЛГАКОВ, СВЯЗАННЫЕ С НИМ ЛИЦА, КОМПАНИЯ, ЕЕ АКЦИОНЕРЫ, КАКИЕ-ЛИБО КОНСУЛЬТАНТЫ КОМПАНИИ И ЕЕ АКЦИОНЕРОВ, СВЯЗАННЫЕ С НИМИ ЛИЦА, ИХ ДИРЕКТОРА, ДОЛЖНОСТНЫЕ ЛИЦА И РАБОТНИКИ НЕ НЕСЕТ(-УТ) ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА СОДЕРЖАНИЕ НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА. ПРИ ПРИНЯТИИ КАКИХ-ЛИБО РЕШЕНИЙ НЕ СЛЕДУЕТ ПОЛАГАТЬСЯ НА ДОСТОВЕРНОСТЬ, ОБЪЕКТИВНОСТЬ ИЛИ ПОЛНОТУ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ. НИ ОДНО ЛИЦО НЕ ПРИНИМАЕТ НА СЕБЯ КАКОЙ БЫ ТО НИ БЫЛО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ЛЮБЫЕ УБЫТКИ, НЕЗАВИСИМО ОТ ПРИЧИН ИХ ВОЗНИКНОВЕНИЯ, ВЫТЕКАЮЩИЕ ИЗ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА ИЛИ ЕГО СОДЕРЖАНИЯ, ИЛИ ИНЫМ ОБРАЗОМ ВОЗНИКШИЕ В СВЯЗИ С НИМ.

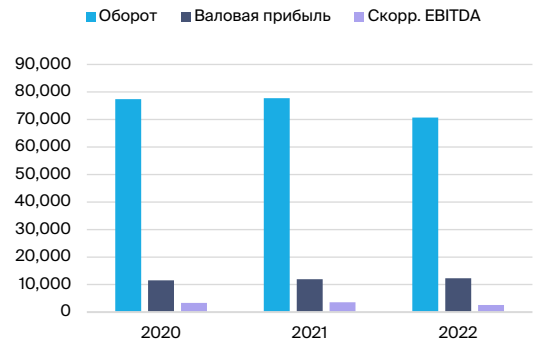
НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ СОДЕРЖИТ ОТРАСЛЕВЫЕ ПРОГНОЗЫ И ПРОГНОЗЫ ПО РЫНОЧНЫМ ДАННЫМ, КОТОРЫЕ ОБОЗНАЧАЮТ ВОЗМОЖНЫЙ ВАРИАНТ РАЗВИТИЯ СОБЫТИЙ НА ОСНОВЕ ДОПУЩЕНИЙ, ИЗЛОЖЕННЫХ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ. ОНИ ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ НЕ БОЛЕЕ ЧЕМ ОДИН ИЗ ВОЗМОЖНЫХ ВАРИАНТОВ РАЗВИТИЯ СОБЫТИЙ И ЯВЛЯЮТСЯ НЕ БОЛЕЕ ЧЕМ НЕЗАВИСИМЫМ МНЕНИЕМ АВТОРА НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА. ЭТИ ОТРАСЛЕВЫЕ И РЫНОЧНЫЕ ПРОГНОЗЫ ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫ С УЧЕТОМ РИСКОВ, ФАКТОРОВ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ДОПУЩЕНИЙ, И ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ В БУДУЩЕМ МОГУТ СУЩЕСТВЕННО ОТЛИЧАТЬСЯ ОТ НИХ.

ДМИТРИЙ БУЛГАКОВ ИЛИ КАКИЕ-ЛИБО ИЗ СВЯЗАННЫХ С НИМ ЛИЦ ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ УЧАСТНИКОМ СИНДИКАТА ОРГАНИЗАТОРОВ В ОТНОШЕНИИ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ КОМПАНИИ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПОДГОТОВЛЕН ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ И НЕ ПОДЛЕЖИТ ПЕРЕВОДУ НА АНГЛИЙСКИЙ ИЛИ ЛЮБОЙ ИНОЙ ЯЗЫК.

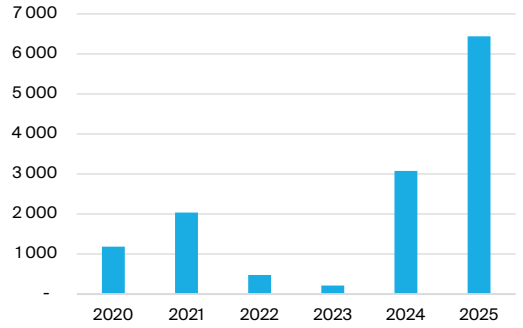
Инвестиционная история — ключевые графики

Оборот, валовая прибыль и скорр. EBITDA, (2020-22 гг.), RUB млн



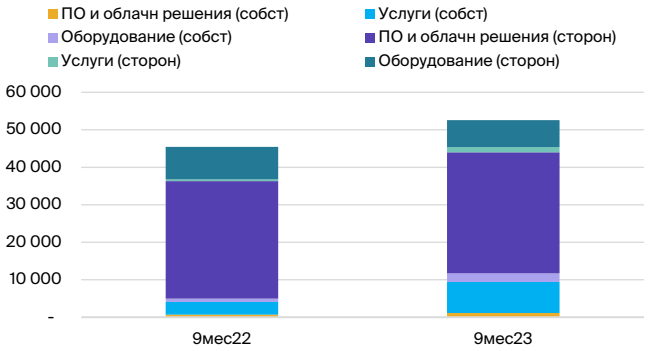
Источники: данные компании

Динамика чистой прибыли, RUB млн



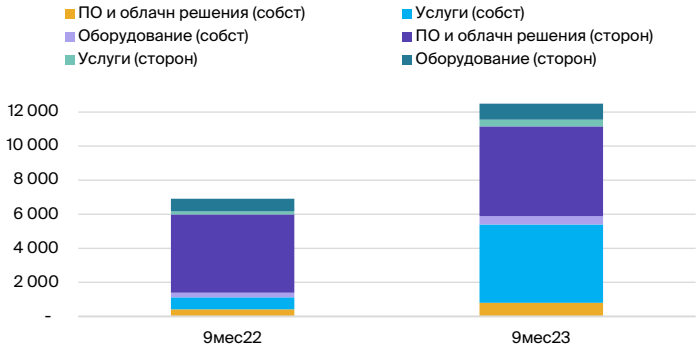
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Оборот по основным категориям продуктов и услуг (9M22 и 9M23), RUB млн



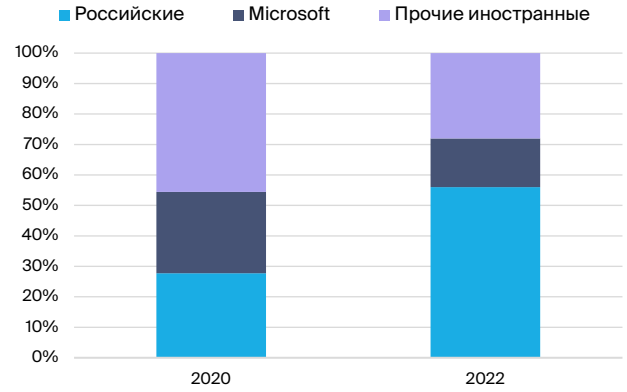
Источники: данные компании

Валовая прибыль по категориям продуктов и услуг (9M22 и 9M23), RUB млн



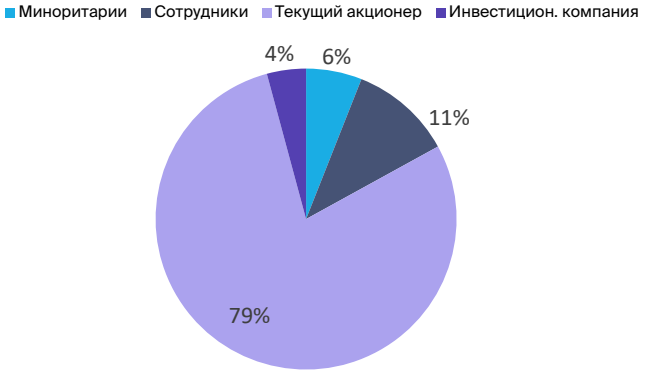
Источники: данные компании

Замена иностранных поставщиков на российских, структура оборота (по сторонним решения), %



Источники: Данные компании

Структура акционеров (до допэмиссии)



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Инвестиционный кейс — ИТ маркетплейс

Крупный российский интегратор и игрок с оборотом RUB 70.7 млрд в 2022 г., выручкой в RUB 56 млрд, и скорр. EBITDA в RUB 1.6 млрд

В результате ухода иностранных разработчиков и требований по использованию российского ПО ландшафт рынка ИТ меняется. Благодаря широкому каналу реализации и работе с большим количеством поставщиков, в том числе российских, Софтлайн смог сохранить значимое положение на рынке в условиях этих трансформаций. Развитие собственных решений позволяет продавать больше своих высокомаржинальных продуктов на рынке.

- Рынок ИТ для бизнеса и публичного сектора оценен в RUB 1.2 трлн (2023 г.)
  - Среднегодовые темпы роста до 2027 г. прогнозируются в 11%
  - Более высокий рост: облачная инфраструктура (+18% в год), ПО (+18%), информационная безопасность (+12%)
- Софтлайн — большая часть оборота приходится на крупный бизнес: 87% (средний бизнес — 8%, прочие клиенты — лишь 4%).
- Компания прогнозирует скорр. EBITDA более RUB 3 млрд в 2023 г.
- Среднесрочный темп роста оборота (2-3 года) может составить 20%
- Дивиденды: не менее 25% от чистой прибыли (с 2024 г)
- Много факторов влияют на рентабельность, в том числе расходы на персонал
- Решение о размещении дополнительно 44 млн акций (13.6% от увеличенного.капитала)

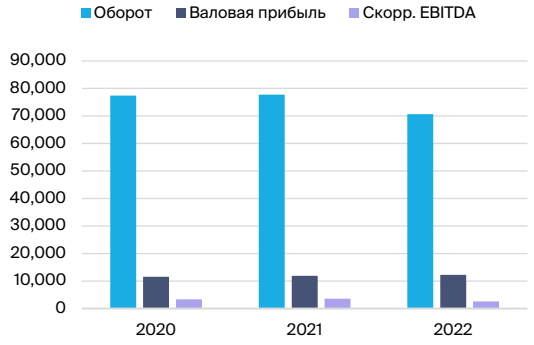
Катализаторы и риски для инвестиционного кейса

Изменения в структуре рынка (рост доли российских поставщиков, уход ряда иностранных) не поменяли положение Софтлайна как крупного дистрибьютора

- **[+] Продолжение цифровой трансформации:** вероятность — высокая, влияние — высокое
  - Продолжение цифровой трансформации крупных компаний, госорганов и российской экономики в целом позволяет Софтлайну предлагать свои решения, каналы дистрибуции, что благоприятно для спроса на услуги и оборота компании.
- **[-] Рост конкуренции со стороны других участников средне- и долгосрочно:** вероятность — средняя, влияние — высокое
  - Софтлайн работает на динамичном и высококонкурентном рынке, поэтому при определенных условиях нельзя исключать вероятность снижения доли Софтлайна из-за усиления конкуренции с другими участниками на ряде рынков.
- **[-] Технологические и регуляторные изменения:** вероятность — низкая, влияние — высокое
  - Вследствие изменения технологий, снижения бюджетов компаний на ИТ, в том числе бюджетов на цифровизацию, рост рынка ИТ может замедлиться. Однако мы считаем вероятность такого сценария относительно низкой.

Софтлайн — история и современность

Оборот, валовая прибыль и скорр. EBITDA, (2020-22 гг.), RUB млн



Источник: Софтлайн

Деятельность Группы Софтлайн началась в 1993 г. с работы по лицензированию научного программного обеспечения. Основатель Софтлайн — Игорь Боровиков. Компания в дальнейшем увеличила свой портфель поставщиков и начала предлагать решения ключевых международных поставщиков ПО. В 1998 г Софтлайн подписал официальное соглашение о партнерстве с Microsoft, сместив фокус на крупных клиентов. В дальнейшем компания росла благодаря выходу на рынки ряда других государств. Значительные средства были направлены на облачный бизнес и сервисы, строительство ЦОД. В 2021 г. компания стала публичной. В 2022 г. группа разделила бизнес на международный (Noventiq) и российский (ПАО Софтлайн).

Совет директоров компании 24 ноября утвердил стратегию развития до 2030 г., направленную на укрепление позиции №1 как поставщика ИТ. В пресс-релизе говорится про фокус на развитие ИТ услуг, услуг информационной безопасности и облачных сервисов. Также компания планирует выход на международные рынки (цель >20 новых стран в «дружественных» юрисдикциях), сделки M&A, улучшение эффективности, рост EBITDA и стоимости бизнеса, повышение финансового положения и дивидендного потока.

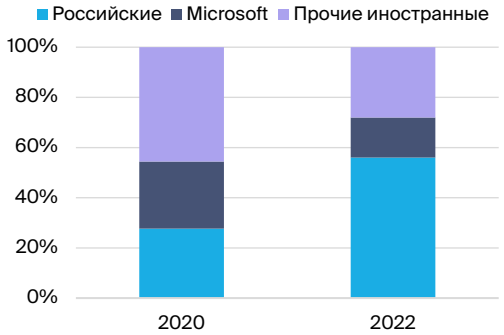
Крупные конкуренты Софтлайна: Крок, Ланит, Т1, OCS Distribution, Марвел-Дистрибуция и прочие. Согласно центру раскрытия, СЕО ГК Софтлайн–Владимир Лавров, руководитель ПАО «Софтлайн» — Владимир Разуваев.

Рост рынка ИТ благоприятен для Софтлайна

Рост рынка ИТ выгоден Софтлайну, поскольку компания себя называет лидером в сегментах цифровой трансформации и информационной безопасности. Число сотрудников группы превышает 8200, среди которых 4500 инженеров и разработчиков. У компании 25 представительства по всей России. У Софтлайна около 100 тыс. B2B клиентов и 2.4 млн B2C клиентов. Компания сотрудничает с более чем 5000 поставщиками, что обеспечивает широкий канал дистрибуции и кросс-продаж.

Адаптация к новым реалиям, импортозамещение и господдержка

Структура оборота по сторонним решениям с заменой иностранных поставщиков на российских, %



Источник: Софтлайн

За последние несколько лет на деятельность Группы Софтлайн повлияли несколько политических и макроэкономических событий. В 2020 г. компания наблюдала рост спроса на ПО и оборудование для удаленной работы из-за локдаунов, распространения удаленной работы и прочих факторов. В 2022 г. из-за ухода ряда иностранных поставщиков Софтлайн проводил проекты по импортозамещению, компания продолжает оказывать эти услуги, в частности разрабатывает аудиты и дорожные карты по импортозамещению. Импортозамещение — это долгосрочный тренд на последующие годы, и он только набирает обороты.

Согласно данным компании, доля российских поставщиков в обороте Софтлайна в сегменте сторонних решений в 2022 г. выросла до 56% с 28% в 2020 г. Благодаря росту оборота российских разработчиков ИТ в портфеле и реализации проектов по импортонезависимым решениям Софтлайн в условиях повышенных требований к локализации смог в значительной степени сохранить и нарастить свой бизнес в части импортозамещения, предлагает больше своих высокомаржинальных продуктов. Хотя в 2022 г. оборот снизился на 9% г/г, в этом году, по итогам 9М23 тренд сменился существенным ростом.

Процесс импортозамещения дает новые возможности для Софтлайна, благодаря широкому охвату поставщиков, в том числе отечественных

Санкции американских поставщиков, уход части из них с российского рынка, геополитическое обострение и вопросы безопасности создают спрос на импортозамещение. Государство ввело ряд ограничений для российских компаний на покупку иностранных решений для критической информационной инфраструктуры с 2025 г. Также повышается ответственность первых лиц организаций за обеспечение информационной безопасности. В области технологической независимости и безопасности критической информационной инфраструктуры (КИИ) ряд требований устанавливается указами президента (№166 и №250). В методических материалах Министерства цифрового развития, связи и массовых коммуникаций (Минцифры) содержатся следующие рекомендованные целевые показатели по переходу на российское ПО.

Российское ПО согласно методическим рекомендациям Минцифры

Целевой показатель	2022	2023	2024	2024 КИИ	2025	2026	2027	2028
ОС общего назначения	80%	80%	80%	100%	100%	100%	100%	100%
Средства виртуализации	30%	40%	50%	100%	60%	70%	80%	90%
СУБД	25%	35%	50%	100%	60%	70%	80%	90%
Мониторинг и управление	20%	30%	50%	100%	60%	70%	80%	90%
Ср-ва резерв. копирования	50%	60%	70%	100%	75%	85%	100%	100%

Источники: Приложение №2 к приказу Минцифры от 18.01.2023 №21

Импортозамещение в области программного обеспечения давно стало важным направлением, в частности в национальной программе «Цифровая экономика». Доля закупаемого или арендуемого органами власти российского программного обеспечения должна увеличиться разной скоростью в зависимости от типа, но до 2030 г. должен быть достигнут целевой уровень в 100%. Для операционных систем общего назначения срок стоит более ранний (2025 г.), для значимых объектов КИИ — 2024 г. Это должно обеспечить заказы и бюджеты на импортозамещение.

Также на корпоративном уровне государство через советы директоров госкомпаний и госкорпораций установило требование разработать собственные стратегии цифровой трансформации и предусмотреть рост расходов на закупку российского программного обеспечения. В результате ухода многих иностранных ИТ компаний, тренд на импортозамещение должен ускориться и дать новые возможности по предложению функциональных замещающих решений, доработке их под нужды конкретных потребителей и совместимости иностранных и отечественных продуктов.

Отдельно стоит упомянуть о беспрецедентной господдержке российской сферы ИТ. В фискальном плане — для российских ИТ компаний снижена ставка налога на прибыль и НДС (до 0%). Снижение ставки по страховым взносам облегчает расходы на персонал. Также действует нулевая ставка налога на дивиденды.

Крупнейшие ИТ игроки в России

Согласно исследованию Cnews100, российский Софтлайн входит в число крупнейших ИТ компаний России. По совокупной выручке в 2022 г. Софтлайн в числе семи ведущих игроков. Если сжать ИТ компании до разработчиков ПО и интеграторов, то Софтлайн поднимается до пятого места среди российских конкурентов.

Можно сделать вывод, что Софтлайн работает в очень конкурентной сфере. По большинству продуктов он пересекается с лидерами: дистрибуция ПО, облачные решения, цифровая трансформация и пр.

Совокупная выручка крупнейших ИТ компании России

RUB млн (с НДС)	2022
F+ tech Марвел	215 252
T1	166 703
OCS	142 015
Ростелеком	125 971
МТС Диджитал	125 717
Икс	91 000
Софтлайн	78 833

Источник: Cnews Analytics

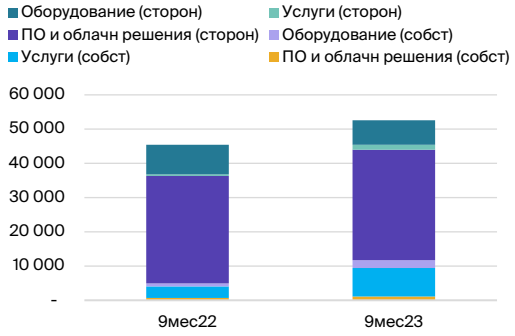
Продуктовая линейка — собственные решения

Софтлайн наращивает портфель собственных решений и продуктов. Решения и услуги включают в себя — ПО, оборудование, услуги. Софтлайн входит в число крупнейших поставщиков облачных решений в России. Оборудование группы располагается в шести сторонних центрах обработки данных (ЦОД) в РФ и двух ЦОД за пределами РФ.

Компания разрабатывает свое инфраструктурное ПО: платформы управления ИТ инфраструктурой и облачной инфраструктурой — ITMan, CloudMaster, операционная система МСВСфера. Экосистема бизнес-приложений включает управление корпоративным контентом и документами, систему текстовой аналитики и автоматизации процессов, бизнес-аналитику, управление персоналом. Софтлайн создает вертикальные решения для различных секторов.

У компании есть центры компетенции в разных отраслях: кибер-безопасность, облачные услуги, цифровая инфраструктура, аутсорсинг и техподдержка, обучение и тренинги. Софтлайн увеличивает компетенцию по заказной разработке ПО, в том числе через покупку крупных игроков. Софтлайн тоже создает пакетные предложения, например, Softline Enterprise Agreement, которое позволяет заместить экосистему приложений Microsoft.

Оборот по основным категориям продуктов и услуг (9М22 и 9М23), RUB млн

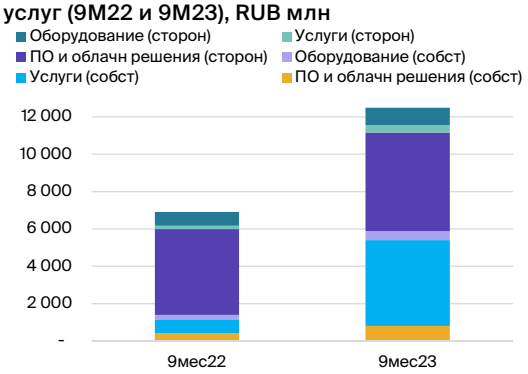


Источники: данные компании

Оборот — структура и перспективы

Оборот формируется в значительной степени за счет продаж сторонних решений (лицензии на ПО, оборудование и услуги). Доля сторонних решений в общем обороте доминирует (78% за 9М23, или RUB 40.9 млрд). Доля собственных решений в обороте значительно ниже: 22% за 9М23, или RUB 11.7 млрд. А вот в валовой прибыли благодаря большей маржинальности доля собственных решений сопоставима (в 1П23) или даже превышает сторонние решения (в 3К23).

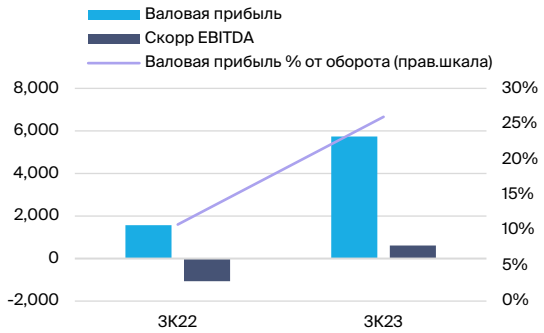
Валовая прибыль по категориям продуктов и услуг (9М22 и 9М23), RUB млн



Источники: данные компании

Значительная доля оборота приходится на крупных клиентов: 50 крупнейших дают 35.6% оборота

Валовая прибыль, скорр. EBITDA (3К22 и 3К23), RUB млн



Источники: данные компании

Вместе с тем основной объем оборота по внешним решениям приходится на ПО и облачные решения. Валовая маржа по этой категории относительно невелика — 15-16%. Однако в силу больших объемов эта часть бизнеса по-прежнему очень значительна для Софтлайна.

Согласно материалам компании, в общем обороте доминируют прямые продажи, обеспечивая 61% оборота (2022 г.). Прямые продажи — кастомизированные предложения, поддерживаемые командой клиентских менеджеров, продуктовых специалистов и дистанционных продаж.

Вторая по значимости платформа продаж Софтлайна — дистрибуция (дистрибуция с добавленной стоимостью). Ее доля составляет 31.5% от продаж. Наконец, на e-commerce, канал онлайн-продаж, приходится 7.2% оборота.

Помимо термина «выручка», компания использует «оборот», который обозначает валовая сумму, выставленную покупателям. Оборот отличается от выручки на сумму затрат программных продуктов, когда группа выступает в качестве агента. Компания считает, что оборот дает лучшую сопоставимость между периодами. Согласно прогнозу Софтлайна, оборот может расти примерно на 20% ежегодно в течение ближайших 2-3 лет. При этом план по обороту на 2023 г. составляет более RUB 85 млрд (включая более RUB 10 млрд оборота от приобретений).

Мы считаем, что в целом прогнозы по росту оборота на 20% в год вполне правдоподобны и гораздо более консервативны, нежели озвученные прогнозы по росту оборота и продаж у других двух публичных компаний из сектора ИТ — Позитива и Астры.

Софтлайн видит значительный потенциал роста благодаря развитию российского рынка ИТ и ожидает развитие собственного портфеля услуг и продуктов (в том числе через M&A) и выход в «дружественные» страны. Вместе с тем выход в «дружественные» страны будет осуществляться с русским ПО, поэтому пересечений с Noventiq не предполагается.

Что касается концентрации, на 5 крупнейших клиентов приходится 9.4% оборота, на 10 крупнейших — 16%, на 50 крупнейших — 35.6%. По данным компании, есть существенная диверсификация клиентов по секторам экономики (ИТ, ритейл, тяжелая и легкая промышленность, финансы, телеком и прочие). На крупных клиентов приходится 87% оборота, доля среднего бизнеса составляет 8%. У Софтлайна около 100 тыс. B2B клиентов и 2.4 млн B2C клиентов. Вместе с тем оборот на одного B2B клиента составляет около RUB 1 млн (в 2022 г).

3К23 — в целом хорошие результаты

Согласно данным компании, в 3К23 оборот вырос на 52% г/г. Самый большой рост показал сегмент собственных решений, куда были включены результаты двух недавних приобретений Софтлайна — Bell Integrator и Борлас. При этом валовая прибыль в 3К23 выросла в более чем три раза до RUB 5.8 млрд. Росли оба сегмента — и валовая прибыль от сторонних решений (удвоение) и от собственных решений (рост более чем в пять раз).

Согласно представленным данным, скорректированная EBITDA в 3К23 составила RUB 610 млн при небольшом операционном убытке в минус RUB 26 млн и существенном чистом убытке в минус RUB 3 млрд. Компания в пресс-релизе упомянула, что в 3К23 понесла нетипичные и одноразовые расходы, связанные со сделками M&A и получением публичного статуса (размещение акций на бирже и обмен ГДР Noventiq на акции ПАО Софтлайн). Мы, к сожалению, не можем верифицировать эту информацию с помощью отчетности, поскольку компания раскрыла только некоторые показатели за 3К23 по МСФО.

В обороте и в результатах Софтлайна есть определенная сезонность: в 2022 г. на 3К22 пришлось 21% годового оборота, а на 4К22 — 36%. Если мы закладываем оборот в 2023 г. в RUB 85 млрд, то результаты за 3К23 будут давать 26% от этой годовой цифры по обороту. Из-за приобретений в течение года данные по кварталам будут не совсем сопоставимы. Напоминаем, сезонность объясняется заключением и исполнением контрактов с крупными клиентами (особенно госкомпаний и учреждений).

- В будущем рост оборота/выручки, по нашему мнению, будет определяться многими факторами, в том числе трендом по бюджетам на цифровизацию, конкуренцией, состоянием рынка, выходом Софтлайна на новые продуктовые ниши, кросс-продажами собственных решений, регуляторным требованиям и прочими факторами.
- Ключевые риски будут связаны с регуляторными требованиями, технологическими вызовами, бюджетами на ИТ, конкуренцией, среди прочего.

Операционные расходы

Основная статья расходов на продажу (SG&A) — персонал, на долю которого приходится более 70% денежных операционных издержек (без учета амортизации) с учетом статьи «создание НМА» из отчета о движении денежных средств, которые мы считаем капитализированным расходом на персонал. Компания учитывает затраты на разработку либо в операционных расходах (в отчете о прибылях и убытках, P&L), либо капитализирует их (в состав нематериальных активов), при этом мы видим, что капитализируется значительная часть общих расходов на R&D. Таким образом, расходы на персонал проходят через несколько статей: коммерческие, управленческие операционные расходы и в создании нематериальных активов (из отчета о движении денежных средств).

В целом группа компаний Софтлайн насчитывает свыше 8200 работников, из которых 4500 инженеров и разработчиков (у компании 25 представительств по всей России). В 2023 г. компания нарастила количество сотрудников — благодаря ряду приобретений.

Также отдельно компания приводит себестоимость продаж — как стоимость программного обеспечения и стоимость оборудования.

Баланс и денежные потоки

У Софтлайна было около RUB 22 млрд долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов и более RUB 8.3 млрд денежных средств на балансе (1П23, МСФО), а также RUB 18.4 млрд краткосрочных финансовых вложений. Однако в пресс-релизе по итогам 9М23 упоминается (без детализации, поскольку компания раскрыла только некоторые показатели по МСФО отчетности за 9М23), что скорректированный чистый долг компании составил RUB 7.2 млрд, то есть за 3К23 увеличился на RUB 4.6 млрд.

Из-за представления только части МСФО отчетности мы не можем верифицировать эту цифру, но обращаем внимание на рост скорректированного чистого долга с RUB 2.6 млрд до RUB 7.2 млрд.

Капитальные вложения (приобретение ОС) относительно незначительные, но, по всей видимости, также будут расти. Вместе с тем создание нематериальных активов можно характеризовать как в значительной степени капитализируемые расходы на персонал.

Структура собственников

Источники: данные компании

Структура владения и корпоративное управление

Главным акционером Группы Софтлайн выступает ООО «Аталайя». Конечный собственник ООО «Аталайя» не раскрывается. Аталайя контролируется ООО «Тетис Кэпитал» через закрытый паевый инвестиционный комбинированный фонд «Аксиома Капитал». В совет директоров входят девять человек, четверых компания считает независимыми.

В июле 2023 г. были утверждены финальные параметры обмена ГДР Noventiq на акции Софтлайна. В августе 2023 г. были внесены изменения в устав со статусом ПАО. 26 сентября стартовали торги акциями компании. Мы обращаем внимание, что на данный момент, до допэмиссии, 14 млн акций принадлежат новым акционерам, которые получили акции ПАО «Софтлайн» через обмен ГДР компании Noventiq. Около 30 млн акций были распределены среди сотрудников Софтлайна в рамках программы мотивации. Эти доли на момент старта торгов считались акциями в свободном обращении.

Обменявшие акционеры через 12 месяцев (при соблюдении определенных условий — наличия акций на брокерском счете) получат дополнительную акцию Софтлайна на каждую обменянную обыкновенную акцию, и через 24 месяца смогут получить третью акцию (но не больше количества акций, которое они получили по итогам второго этапа). В результате количество акций у обменявших акционеров (если все выполнят условия обмена) увеличится с 14 млн штук до 28 млн штук через 12 месяцев (до конца 2024 г.) и до 42 млн штук через 24 месяца (то есть до конца 2025 г.), но по факту может быть меньше. Доля основного акционера ООО «Аталайя» будет снижаться.

Также компания объявила о размещении 44 млн акций по цене закрытия торгов на последний торговый день, предшествующий дате начала размещения. Период размещения определен с 1 ноября 2023 г. до 31 января 2024 г. В случае размещения дополнительных акций общее их количество достигнет 324 млн штук. Таким образом, после размещения пакет будет составлять 13.6% от увеличенного количества акций.

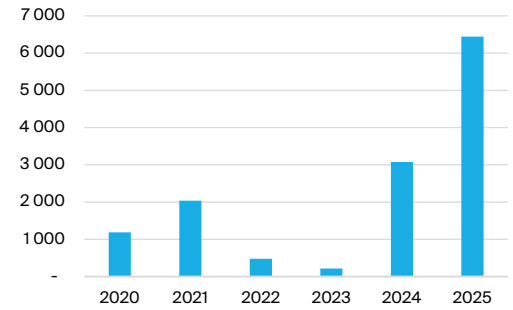
20 ноября Софтлайн сообщил, что основной акционер ООО «Аталайя» передал 4.2% долю неназванной инвестиционной компании.

Из важного — мы обращаем внимание, что в периметр группы входит несколько десятков юридических лиц, благодаря приобретениям — в 2023 г произошел заметный рост количества компаний в Холдинге.

По итогам 2024 г компания планирует выплатить дивиденды в размере не менее 25% от чистой прибыли по МСФО, а сумма выплаты составит не менее RUB 1 млрд, согласно дивидендной политике. Никакой информации касательно дивидендов за 2023 г. не раскрывается. Возможно, это можно интерпретировать как отсутствие планов по выплате дивидендов за текущий год.

Прибыль

Динамика прибыли Софтлайн, RUB млн



Источники: БКС, данные компании

В конечном счете для инвесторов и акционеров важна прибыль — мы считаем, что компания может показать около RUB 0.2 млрд чистой прибыли в 2023 г. (без учета финансовых вложений), и цифры могут начать расти в 2024-25 г. Однако отсутствие планов по выплате дивидендов в ближайшее время пока делают чистую прибыль важным, но не очень практическим показателем для акционеров.

Прибыль, на наш взгляд, должна расти в 2024 г. (см. график слева). Так, чистая прибыль может превысить RUB 3 млрд по итогам 2024 г. Рост в дальнейшем будет связан с темпами роста оборота и соответствующих операционных издержек.

В ближайшие годы мы прогнозируем дальнейший рост прибыли Софтлайн, при этом обращаем внимание на: 1) рост оборота в условиях целого ряда макроэкономических и политических неопределенностей, динамика бюджетов в условиях гипотетической экономии; 2) усиление конкуренции со стороны других российских компаний-провайдеров ИТ услуг, интеграторов и т.д.; 3) геополитические, регуляторные и технологические изменения.

На наш взгляд, в условиях продолжающихся усилий по цифровизации российской экономики позиция Софтлайна достаточно хорошая. Ориентация на сегмент крупных корпоративных клиентов и госструктур служит некоторым ограничителем, хотя Софтлайн имеет каналы продаж и для среднего и малого бизнеса.

В стратегии Софтлайн указывает на новые точки роста: отечественные инфраструктурные ИТ решения, выход на рынки дружественных стран. А в качестве стратегических драйверов роста — поставка импортозамещенных ИТ технологий и технологий информационной безопасности, развитие ИТ услуг — от консалтинга до внедрения прикладного ПО и реализацию интегрированных решений «ИТ как услуга».

Взгляд менеджмента на ключевые финансовые показатели

	2023 (план)	Ключевые факторы
Оборот	>RUB 85 млрд	Замещение решений иностранных производителей, собственные решения, увеличение доли рекурентного оборота
Валовая прибыль	>RUB 17 млрд	Более высокая рентабельность решений российских разработчиков, рост доли более рентабельного сегмента собственных решений
Рентабельность (% от оборота)	~20%	
Скорр. EBITDA	>RUB 3 млрд	
Рентабельность (% от вал.прибыли)	~18%	
Долговая нагрузка	Целевой уровень долговой нагрузки — показатель Чистый долг/скорр. EBITDA не более 2х	
Дивиденды	Дивиденды на уровне 25% от чистой прибыли, но не менее RUB 1 млрд первой выплатой в 2025 г	

Источник: данные компании

Приобретения

Покупки приводят к материальному увеличению показателя EBITDA и валовой прибыли за 9мес23

В 2023 г. Софтлайн сделала ряд приобретений: в июле 50.1% в компании Борлас за нераскрытую сумму. Отдельно отчетность по ГК «Борлас» не публикуется, однако, согласно данным по РСБУ, неконсолидированная выручка головной компании в 2021 г. составила RUB 3.4 млрд, а в 2022 г — RUB 1.4 млрд.

В июне Софтлайн приобрела Бэлл Интегратор — заказная разработка программного обеспечения (неконсолидированная выручка в 2021 г. — RUB 2.9 млрд, а в 2022 г — RUB 3.6 млрд).

Также была приобретена АКБ «Барьер» — защищенная вычислительная техника (неконсолидированная выручка — RUB 0.2 млрд в 2021 г. и RUB 0.3 млрд в 2022 г.).

В апреле Софтлайн купила трех производителей корпоративных бизнес-приложений у ГК «Аплана» — среди приобретенных компаний АО «БОСС.Кадровые системы» (неконсолидированная выручка по РСБУ — RUB 0.2 млрд в 2021 г. и 2022 г.), ООО «Робин» (выручка около RUB 0.1 млрд в 2021 г. и 2022 г) и ООО «Преферентум» (выручка — RUB 0.03 млрд в 2021 г. и 2022 г). Также был приобретена ООО «Цитрос» (выручка — около RUB 0.1 млрд).

В целом, на наш взгляд и согласно данным Софтлайна, влияние от сделок достаточно материально. Так, валовая прибыль за 9М23 в результате M&A увеличилась на RUB 3 млрд до RUB 12.5 млрд (+31%). Влияние на показатель EBITDA за 9М23 — RUB 473 млн, или рост на 38%. Однако мы не располагаем стоимостью приобретений, чтобы делать выводы про эффективность приобретений и NPV от этих покупок. Софтлайн намерена продолжать делать M&A — это следует из пресс-релиза по стратегии и из комментариев самой компании.

Оценка — Софтлайн

Оценка сильно зависит от темпов роста оборота компании, капзатрат и прочих факторов

В рамках нашей оценки по методу дисконтированных денежных потоков мы закладываем в модель средневзвешенную стоимость капитала на уровне 20.3%, стоимость акционерного капитала 21.8%, темпы роста в постпрогнозный период 9%. Мы оцениваем капитал Софтлайна в RUB 42-55 млрд. Целевая капитализация через 12М может составить RUB 51-67 млрд. Мы используем два сценария оценки: в консервативном исходим из темпов роста оборота/выручки 20% в 2024-26 гг. и рост себестоимости продаж и коммерческих и административных расходов в 17% (в год). Это позволит компании наращивать свой показатель EBITDA — до RUB 6.6 млрд в 2024 г. и RUB 10.5 млрд в 2025 г. Этот сценарий дает нижнюю границу нашей оценки в RUB 42 млрд. В оптимистичном сценарии мы предполагаем, что издержки будут расти медленнее в следствие сдерживания роста зарплат сотрудников в ИТ сфере и более низким темпом роста себестоимости — 16%. Этот сценарий тоже вполне правдоподобен и позволит Софтлайну нарастить показатель EBITDA до RUB 7.3 млрд в 2024 г и до RUB 12.1 млрд в 2025 г. Однако он потребует более серьезной работы с издержками.

Сейчас компания значительно увеличила свой штат, выходит на новые рынки, однако за этим этапом, возможно, произойдет некая стабилизация в расходах на персонал и себестоимости продаж. Мы также рассчитываем на трансформацию бизнеса Софтлайн в сторону собственных более маржинальных решений. Таким образом, мы подчеркиваем большую чувствительность нашей оценки к ряду факторов, в числе которых можно отметить операционные расходы. Оценка также чрезвычайно чувствительна к динамике оборота/выручки, капзатратам и т.д., но мы решили оставить 20% рост оборота в нашей оценке, поскольку компания в среднесрочной перспективе ожидает именно такой рост.

Для инвесторов важен тренд чистой прибыли и возможности компании по выплате дивидендов. Пока мы считаем, что дивидендная история не выглядит очень привлекательной, поскольку компания рассматривает выплату дивидендов не менее RUB 1 млрд за 2024 г. Озвученная дивидендная политика по выплате не менее 25% чистой прибыли не может быть названа щедрой, если выплата будет проходить по нижней границе, однако это может быть скрашено относительно высоким уровнем роста, который компания может реализовать.

Позитив предлагает выплату до 50-100% от скорректированной чистой прибыли. Астра, согласно дивидендной политике, — от 50% чистой прибыли (правда при соотношении Долг/EBITDA<=1). В отсутствие серьезных изменений мы будем обращать внимание на динамику оборота, валовой прибыли, EBITDA, капзатрат, прибыли и дивидендную историю компании. Рост прибыли может ускориться, если повышение операционных расходов начнет существенно отставать от роста оборота/выручки.

В целом мы обращаем внимание на риски, связанные как с замедлением, так и ускорением роста оборота и выручки, что может резко снизить/улучшить финансовые результаты. Также мы с тревогой наблюдаем рост операционных расходов. Тот факт, что компания делает целый ряд приобретений, не раскрывая стоимость покупок осложняет анализ определения эффективности этих покупок.

В целом текущую российскую экономическую ситуацию можно характеризовать как достаточно волатильную, что накладывает дополнительные ограничения на качество прогнозов.

Оценка Софтлайн на основе дисконтирования будущих денежных потоков (по нижней границе диапазона)

RUB млн	2022A	2023п	2024п	2025п
Выручка	56 246	73 000	87 600	105 120
EBITDA	1 601	3 685	6 614	10 496
EBIT	345	2 379	4 969	8 437
Амортизация	1 256	1 306	1 645	2 060
Капитальные вложения	(1 481)	(1 933)	(2 371)	(2 905)
Свободный денежный поток	(4 269)	835	2 684	4 789
TGR	9%			
Стоимость предприятия (NPV свободного денежного потока)	44 986			
Чистый долг	3 476			
Стоимость собственного капитала (справедливая стоимость)	41 510			

Источник: БКС Мир инвестиций

Оценка Софтлайн на основе дисконтирования будущих денежных потоков (по верхней границе диапазона)

RUB млн	2022	2023п	2024п	2025п
Выручка	56 246	73 000	87 600	105 120
EBITDA	1 601	3 685	7 321	12 147
EBIT	345	2 379	5 674	10 079
Амортизация	1 256	1 306	1 647	2 068
Капитальные вложения	(1 481)	(1 933)	(2 388)	(2 945)
Свободный денежный поток	(4 269)	835	3 367	6 350
TGR	9%			
Стоимость предприятия (NPV свободного денежного потока)	58 684			
Чистый долг	3 476			
Стоимость собственного капитала (справедливая рыночная стоимость)	55 208			

Источник: БКС Мир инвестиций

Прогнозы финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках

RUB млн	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п
Выручка	69 342	66 532	56 246	73 000	87 600	105 120
Себестоимость продаж	57 777	54 614	43 974	54 752	64 059	74 949
Административно-управленческие расходы	9 843	10 253	11 969	16 078	18 815	22 019
EBITDA	2 789	2 972	1 601	3 685	6 614	10 496
EBIT	2 028	1 969	345	2 379	4 969	8 437
Финансовые расход	(273)	(153)	(360)	1 384	1 384	1 384
Прибыль/убыток до налогообложения	2 301	2 122	705	995	3 585	7 053
Расходы по налогу на прибыль	1 201	332	175	381	108	212
Прибыль/убыток	1 187	2 035	479	214	3 078	6 442

Баланс

RUB млн	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п
Основные средства и оборудование	377	760	1 119	1 746	2 472	3 317
Прочие внеоборотные активы	12 281	11 389	5 841	6 998	8 018	9 212
Общие внеоборотные активы	12 658	12 149	6 960	8 744	10 490	12 529
Товарно-материальные запасы	3 113	2 672	3 645	4 538	5 310	6 213
Дебиторская задолженность и предоплата	11 520	13 855	16 363	16 363	19 636	23 563
Денежные средства и эквиваленты	5 007	5 263	17 607	23 160	33 035	41 991
Прочие оборотные активы	-	-	198	198	-	-
Оборотные активы	19 640	21 790	37 813	44 259	57 981	71 766
Активы	32 298	33 939	44 773	53 003	68 471	84 295
Капитал и обязательства						
Общий капитал	4 383	1 765	9 795	10 409	12 887	18 729
Долгосрочные обязательства	6 783	7 545	3 990	3 790	3 590	3 410
Прочие долгосрочные обязательства	34	42	47	9 252	11 457	14 034
Итого долгосрочные обязательства	6 906	7 770	4 121	13 042	15 047	17 444
Краткосрочные кредиты	1 323	2 926	10 824	10 840	16 251	18 979
Кредиторская задолженность и начисленные платежи	18 097	19 551	18 712	18 712	24 286	29 143
Общие текущие обязательства	21 009	24 404	30 857	29 552	40 536	48 122
Общие капитал и обязательства	32 298	33 939	44 773	53 003	68 471	84 295

Отчет о движении денежных средств

RUB млн	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п
Денежная выручка	3 114	3 214	7 530	3 304	6 506	10 285
Изменения в WC	(306)	114	(4 599)	(2 214)	1 530	27
Денежный поток от операционной деятельности	2 808	3 328	2 931	1 089	8 036	10 312
Капвложения	(266)	(549)	(324)	(912)	(1 177)	(1 509)
Прочие	(2 831)	(2 907)	2 838	(1 020)	(1 194)	(1 397)
Инвестиционный денежный поток	(3 097)	(3 456)	2 514	(1 933)	(2 371)	(2 905)
Свободный денежный поток	(289)	(128)	5 445	(843)	5 665	7 407
Долговое финансирование	2 501	2 148	4 337	10 640	5 210	2 549
Дивиденды	-	-	-	-	(1 000)	(1 000)
Прочие	(1)	(1 447)	(605)	-	-	(0)
Финансовый денежный поток	2 500	701	3 732	10 640	4 210	1 549
Чистый денежный поток	2 135	184	9 341	9 797	9 875	8 956
Денежные средства начало периода	1 703	3 838	4 022	13 363	23 160	33 035
Денежные средства на конец периода	3 838	4 022	13 363	23 160	33 035	41 991

Источник: данные компании, БКС Мир инвестиций

БКС МИР ИНВЕСТИЦИЙ

Аналитический департамент

+7 (495) 785 5336

Руководитель аналитического департамента

Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru

Руководитель группы выпуска и контента

Ольга Сибиричева
sibirichevaov@bcs.ru

Аналитик по рынку
Юлия Голдина
goldinays@bcs.ru

Международные рынки акций

Денис Буйволов, CFA
buyvolovda@bcs.ru

Егор Дахтлер
dakhtlerev@bcs.ru

Айнур Дуйсембаева, CFA
duysembaevaa@bcs.ru

Анатолий Клим
klimaa@bcs.ru

Сергей Потапов
potapovso@bcs.ru

Группа выпуска
Николай Порохов
porokhovnv@bcs.ru

Елена Косовская
kosovskayaev@bcs.ru

Ольга Донцова
dontsovaoy@bcs.ru

Антон Остроухов
ostroukhovas@bcs.ru

Татьяна Курносенко
kurnosenkots@bcs.ru

Наталья Бокарева
bokarevann@bcs.ru

Мария Седова
sedovami@bcs.ru

Стратегия
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru

Юлия Голдина
goldinays@bcs.ru

Металлургия и добыча
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru

Дмитрий Казаков
kazakovda@bcs.ru

Ахмед Алиев
alievab@bcs.ru

Макроэкономика/Валюта
Анатолий Трифонов
trifonovae@bcs.ru

Международные рынки облигаций

Антон Куликов
kulikovan@bcs.ru

Виктория Деркач
derkachvv@bcs.ru

Нефть и газ
Рональд Смит
smitr@bcs.ru

ТМТ / Потребсектор
Мария Суханова
msukhanova@bcs.ru

Технический анализ
Василий Буянов
buyanovvv@bcs.ru

Финансовый сектор / Девелопмент
Елена Царева
tsarevaev@bcs.ru

Электроэнергетика / Транспорт / Удобрения
Дмитрий Булгаков
bulgakovds@bcs.ru

Специалист по данным

Михаил Скорина
skorinaml@bcs.ru

Бизнес-менеджер

Анастасия Сенькина
senkinaav@bcs.ru

Продажа аналитических продуктов

+7 (495) 785 5336 (доб. 12122)

Консультационное брокерское обслуживание

+7 (495) 213 1571

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. В случае необходимости получения индивидуальных инвестиционных рекомендаций, Вам необходимо заполнить Анкету об определении инвестиционного профиля и заключить с ООО «Компания БКС» Договор об инвестиционном консультировании в порядке, предусмотренном Регламентом оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС».

Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397- 000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты.

Информация не может рассматриваться как публичная оферта, предложение или приглашение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, иные финансовые инструменты, совершить с ними сделки. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг. Перед принятием инвестиционного решения Инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки, свою готовность и возможность принять такие риски. Клиент также несет расходы на оплату брокерских и депозитарных услуг, подачу поручений по телефону, иные расходы, подлежащие оплате клиентом. Полный список тарифов ООО «Компания БКС» приведен в приложении №11 к Регламенту оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС» https://broker.ru/regulations. Перед совершением сделок вам также необходимо ознакомиться с: уведомлением о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг; информацией о рисках клиента, связанных с совершением сделок с неполным покрытием, возникновением непокрытых позиций, временно непокрытых позиций; заявлением, раскрывающим риски, связанные с проведением операций на рынке фьючерсных контрактов, форвардных контрактов и опционов; декларацией о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг.

Необходимо отметить, что любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, и что цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, инвесторы могут потерять либо все, либо часть своих инвестиций. Кроме того, историческая динамика котировок не определяет будущие результаты. Курсы обмена валют могут также негативно повлиять на цену, стоимость или доход от ценных бумаг или связанных с ними инвестиций, упомянутых в настоящем материале. Кроме того, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний (ADR и GDR).

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но ООО «Компания БКС» не дает никаких заверений или гарантий относительно точности данной информации. Мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом материале, отражают текущие суждения аналитиков и могут быть изменены без предварительного уведомления. В связи с вышесказанным, этот материал не должен рассматриваться как единственный источник информации. Ни ООО «Компания БКС», ни ее филиалы и сотрудники не несут никакой ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, вытекающий из или каким-либо образом связанный с использованием информации, содержащейся в настоящем отчете, а также за ее достоверность.

Инвесторам следует помнить, что ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут иметь или уже имеют позиции в ценных бумагах, или позиции в производных инструментах на ценные бумаги, или других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом материале, а также могут совершать или уже совершили рыночные или иные действия в качестве исполнителя сделок по этим бумагам или инструментам. Также, ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут предоставлять или уже предоставляют инвестиционно-банковские или консалтинговые услуги по ценным бумагам или инструментам, указанным в данном отчете, или исполнять функции члена совета директоров или наблюдательного совета в компаниях, упомянутых в данном отчете.

Этот материал не может быть распространен, скопирован, воспроизведен или изменен без предварительного письменного согласия со стороны ООО «Компания БКС». Дополнительную информацию можно получить в ООО «Компания БКС» по запросу.

© 2023 ООО «Компания БКС». Все права защищены