Российские ИТ-компании. Ставка на рост. Инвестидеи

Вячеслав БЕРДНИКОВ,
CFA, начальник отдела публичного анализа акций, ПАО «Совкомбанк»

Дмитрий ТРОШИН,
главный аналитик по ТМТ-сектору, ПАО «Совкомбанк»

В контексте ожидаемого смягчения ДКП долгосрочные ОФЗ традиционно рассматриваются как ключевой бенефициар снижения ключевой ставки. Однако, по нашей оценке, сопоставимый потенциал демонстрируют акции растущих технологических компаний с устойчивой фундаментальной базой. Несмотря на присущие акциям специфические риски, недооценка ряда ИТ-компаний на фоне текущих ставок создает привлекательную асимметрию доходности. Основной драйвер — высокая положительная чувствительность стоимости к снижению ставки дисконтирования, которая может снижаться как за счет снижения доходности ОФЗ, так и за счет снижения премии за риск инвестирования в акции на фоне поиска инвесторами более высокой доходности.

Мы считаем, что ИТ-рынок обладает значительно большим потенциалом роста по сравнению с другими секторами экономики РФ

Мы считаем, что ИТ-рынок обладает значительно большим потенциалом роста по сравнению с другими секторами экономики РФ. По нашим оценкам, в 2024 г. его объем составлял 2.2 % ВВП. Если учесть TAM рынков такси, доставки и маркетплейсов, где присутствуют публичные компании, относимые к ИТ-сектору, совокупный объем достигнет 11 % ВВП. К 2030 г., по нашему консервативному прогнозу, эти показатели вырастут до 3.2 и 17 % соответственно, что превышает темпы роста других отраслей. Отдельные сегменты рынка демонстрируют годовые темпы роста 30–35 %.

Факторы опережающего роста:

1) цифровизация экономики и автоматизация производственных и административных процессов;

2) улучшение анализа данных за счет более сложных алгоритмов и моделей;

3) создание и применение ИИ-моделей, включая их использование для обучения других ИИ-моделей;

4) импортозамещение аппаратного и программного обеспечения.

Эти факторы ведут к экспоненциальному росту объема данных. За последние 3 года в мире создано 65 зеттабайт данных — больше, чем за 2010–2020 гг. (64 ЗБ). К 2025 г. объем достигнет 182 ЗБ, а к 2028-му — 394 ЗБ.

Рост данных требует увеличения вычислительных мощностей (серверы, ЦОДы — центры обработки данных) и инфраструктурного ПО. Компании переходят на облачные решения, стимулируя спрос на инфраструктурное ПО.

	Объем, млрд руб.			CAGR '24–'28, %	Целевая рентабельность, %	Компания в покрытии, имеющая присутствие на рынке
	2023	2024	2025			
E-commerce	7.900	10.710	13.225	21	30	Яндекс, Ozon, Сбер
Телекоммуникации	1.921	2.076	2.333	9	40	Ростелеком, МТС
E-Grocery	918	1.280	1.585	23	31	Яндекс, Ozon, Сбер
Интернет-реклама/AdTech	807	1.098	1.334	24	45	Яндекс, ВК, МТС, Ozon, HeadHunter, Cian
Агрегаторы такси в РФ	806	975	1.104	13	40	Яндекс
Прикладное ПО и SaaS	572	766	986	28	35	Диасофт, Ива
ИТ-услуги	680	761	854	13	15	Софтлайн
Аппаратное обеспечение	650	736	831	17	20	Софтлайн
Доставка из ресторанов	473	660	817	21	35	Яндекс
Онлайн-бронирование	404	590	709	15	35	Яндекс
Экспресс-доставка	452	545	640	15	35	Яндекс, Сбер
Кибербезопасность ПО	181	199	229	17	35	Группа Позитив, Ростелеком
IaaS+PaaS	121	166	213	31	35	Яндекс, Астра, Софтлайн, ВК, Ростелеком, Селектел
Инфраструктурное ПО	138	171	209	24	35	Астра, Аренадата
Стриминговые сервисы	113	150	195	26	25	ВК, Яндекс, Сбер, МТС, Ростелеком
E-Learning/Ed-tech	119	143	159	14	20	ВК, Яндекс, Сбер
HR-tech	78	100	120	20	30	HeadHunter, ВК, Яндекс
Car-sharing	44	59	76	24	35	Делимобиль, Яндекс, Сбер
ВКС	59	64	69	8	35	Ива
Умные колонки	34	50	69	24	20	Яндекс, ВК, Сбер
Kick-sharing	22	31	40	22	40	Whoosh, Яндекс
ИИ в 2030		2000		34	5	

Таблица 1
Объемы, темпы роста и целевая рентабельность рынков сектора TMT

Источники: Совкомбанк, ЦСР, MWS, Strategy Partners, J'son Partners, Трушеринг, Б1, SmartRanking, iKS Consulting, DataInsight, TMT Consulting

На большинстве рынков Яндекс входит в топ-5 игроков, а в ряде ключевых рынков является лидером

Прогнозируемый CAGR (2024–2030 гг.) для рынка физических мощностей — 21 %, для ПО — 26 %. В 2024 г. объем этих рынков составил 630 (оценка МТС) и 171 млрд руб. соответственно при рентабельности по EBITDA 20 и 35 %.

Помимо этих важных рынков есть еще множество рынков прикладного ПО и рынков, близких к ИТ.

Российские технологические компании, представленные на рынке.

1) Разработчики ПО — Астра, Аренадата, Диасофт, Позитив и другие игроки рынка.

Мы отмечаем, что разработчики ПО наиболее чувствительны к регуляторным трендам. В 2024–2025 гг. темпы роста замедляются на фоне жесткой ДКП, более высокой конкуренции и, возможно, ожиданий по возврату иностранных ИТ-компаний. При этом долгосрочно рынок является бенефициаром государственного стимулирования как за счет налоговых льгот, так и за счет ограничений на использование иностранного ПО. Стоит отметить, что такие ограничения рано или поздно заставят примерно 50 % совокупного спроса на ИТ-продукты перейти на российское ПО. При этом текущее проникновение российских продуктов в совокупный спрос и их реальное использование мы расцениваем как низкое. То есть долгосрочный потенциал сохранится даже при возврате и упрощении работы с иностранными вендорами, но в краткосрочной перспективе при таком сценарии котировки акций российских разработчиков ПО могут быть под давлением.

2) Традиционные представители — Яндекс, Ozon, Хэдхантер, ЦИАН.

В настоящее время мы отдаем предпочтение недооцененным технологическим компаниям — Яндекс, Ozon и Хэдхантер.

ЯНДЕКС, РЕКОМЕНДАЦИЯ ПОКУПАТЬ

Наибольшее количество рынков присутствия. На большинстве рынков Яндекс входит в топ-5 игроков, а в ряде ключевых рынков является лидером.

Два самых крупных (по выручке) и самых рентабельных сегмента (Поиск и портал, а также Райдтех) генерируют денежный поток, позволяющий финансировать другие растущие инициативы. Так другие сегменты могут развиваться даже в условиях жесткой ДКП.

Растущие и в настоящий момент убыточные сегменты будут выходить в положительную EBITDA в 2026–2028 гг. и улучшать общую рентабельность и денежный поток.

Наряду со Сбером является единственным игроком в РФ, который сможет участвовать в гонке ИИ-моделей, обладая достаточными компетенциями и финансовыми ресурсами. ИИ позволит доработать ПО для беспилотных такси и грузовиков, что откроет новые для Яндекса рынки. Яндекс является единственной компанией в РФ, инвестирующей в «рынки будущего».

Таблица 2
Основные финансовые и инвестиционные показатели Яндекс

Источники: Совкомбанк, Яндекс, Московская Биржа

YDEX, млрд руб.			
Цена акции, руб.	4308		
Mcap	1598	EV	1719

Показатели	2024	2025П	2026П
Выручка	1081	1321	1650
EBITDA	197	282	376
Чистая прибыль	82	116	183
FCF	10	54	164
DPS, руб.	80	215	416
EV/EBITDA	7x	5x	4x
P/E	14x	10x	7x
Див. доходность	3 %	7 %	13 %

Таблица 3
Основные финансовые и инвестиционные показатели Ozon

Источники: Совкомбанк, Ozon, Московская Биржа

OZON, млрд руб.			
Цена акции, руб.	3730		
Mcap	807	EV	794

Показатели	2024	2025П	2026П
Выручка	590	882	1203
EBITDA	–19	28	72
Чистая прибыль	–40	12	47
FCF	–43	42	99
DPS	0	111	336
EV/EBITDA	–40x	27x	11x
P/E	–19x	66x	17x
Див. доходность	0 %	3 %	10 %

OZON, РЕКОМЕНДАЦИЯ ПОКУПАТЬ

Топ-2 e-commerce-игрок РФ, с небольшим отрывом от лидера. Не исключаем, что компания может стать лидером рынка в среднесрочной перспективе.

Ad-tech- и Fin-tech-сегменты бизнеса генерируют значительные денежные потоки и более чем компенсируют негативную EBITDA маркетплейса.

Мы ожидаем дальнейшее развитие дополнительных сегментов и выход EBITDA маркетплейса в положительную зону за счет постепенного снижения инвестиций в скидки. Это позволит существенно улучшить EBITDA и денежные потоки на консолидированном уровне.

В будущем компания, возможно, сможет сэкономить до 8 % рыночной капитализации на снижении налогооблагаемой базы за счет накопленных исторических убытков. Также мы считаем, что компания может начать осуществлять дивидендные выплаты в 2025 г. после редомициляции.

ХЭДХАНТЕР, РЕКОМЕНДАЦИЯ ПОКУПАТЬ

Компания имеет самую высокую дивидендную доходность и рентабельность EBITDA среди российских ИТ-компаний.

Лидер рынка подбора персонала с долей ~75 % инвестирует в развитие смежных продуктов и проводит экспансию на рынок HR-tech.

Мы ожидаем, что рост среднего чека на 20–25 % позволит компенсировать слабый спрос на услуги компании из-за жесткой ДКП в 1П25.

Смягчение ДКП и фундаментальные факторы, обуславливающие дефицит труда, в дальнейшем вернут спрос на услуги компании на прежний уровень и будут стимулировать рост выручки.

Таблица 4
Основные финансовые и инвестиционные показатели Хэдхантер

Источники: Совкомбанк, Хэдхантер, Московская Биржа

HEAD, млрд руб.			
Цена акции, руб.	3131		
Mcap	157	EV	157

Показатели	2024	2025П	2026П
Выручка	39	47	59
EBITDA	23	28	36
Чистая прибыль	24	25	33
FCF	29	28	37
DPS	918	478	656
EV/EBITDA	8x	7x	5x
P/E	8x	7x	6x
Див. доходность	25 %	13 %	18 %