



22 ноября 2022 г.

VK (VKCO)

Цель: 1 139 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

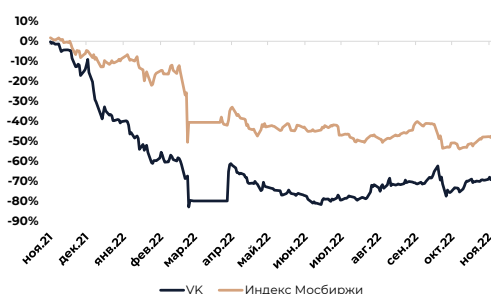
Большие перемены

Как и для многих других российских компаний, период с конца февраля стал для группы VK непростым и довольно противоречивым. Произошло много значимых событий, которые сильно изменили инвестиционный профиль группы: продажа игрового подразделения, выход из совместного предприятия со Сбером, покупка сервисов Дзен и Новости у Яндекса. Параллельно большинство приложений VK были удалены из AppStore, а затем вновь вернулись в магазин. Различные сегменты бизнеса либо получали некоторые преимущества, либо несли дополнительные потери на фоне перестройки экономики. Будущее многих направлений в области информационных технологий при этом до сих пор плохо поддается прогнозированию. Несмотря на все риски и противоречия мы полагаем, что VK сохраняет высокий потенциал для роста стоимости и остается одной из самых дешевых компаний в своей области, что прослеживается из оценки ее денежных потоков и мультипликаторов. Интернет-реклама - важнейший драйвер роста для группы и основа ее бизнеса. Доля сегмента социальных сетей и коммуникационных сервисов в выручке по итогам следующего года, как мы ожидаем, превысит 70%, отражая обновленную стратегию менеджмента. Улучшению положения VK здесь способствует политика государства, направленная на импортозамещение, а также резкое снижение конкуренции в сегменте социальных сетей. Смещение стратегического фокуса и выход из совместного предприятия со Сбером потенциально позволяет выделить больше ресурсов на развитие основного бизнеса. Наша рекомендация для расписок VK — «Покупать» с целевой ценой 1 139 руб. за бумагу.

Согласно нашим расчетам, скор. выручка VK в текущем году останется на уровне прошлого года. В основном это связано с деконсолидацией игрового сегмента, который группа перестанет учитывать в своих результатах уже по итогам 4К. Мы полагаем, что темп роста в сегменте коммуникационных сервисов и социальных сетей ускорится относительно прошлого года на фоне снижения конкуренции и перехода рекламных бюджетов, а также консолидации сервиса Дзен. Замедление роста может произойти в сегментах онлайн-образования и новых инициативах. Скор. EBITDA группы по итогам 2022 г. может снизиться почти на 20% г/г из-за деконсолидации игрового бизнеса, падения рентабельности сегмента социальных сетей, а также существенных инвестиций в новые инициативы. Положительным фактором являются субсидии для IT-компаний, которые начали влиять на результаты с 3К. Капитальные затраты в процентах от выручки могут увеличиться по итогам года до 15% в связи с изменением цепочек поставок и удорожанием оборудования.

Мы полагаем, что среднегодовой рост выручки VK в ближайшие 5 лет составит 5,8%. Для сегмента социальных сетей и коммуникационных сервисов показатель может быть на уровне 13,8%. С 12 сентября группа начала консолидировать сервисы Дзен и Новости. В следующем году выручка Дзена может составить порядка 8,7 млрд руб. Консолидация, согласно нашим расчетам, позволит ускорить темпы роста выручки VK в этом году на 3 п.п. и на 7 п.п. в следующем. На фоне продажи игрового подразделения VK перестанет учитывать данный бизнес в своей отчетности и лишится более чем 30 млрд руб. дополнительной годовой выручки. Эффект особенно сильно проявится в следующем году, из-за чего скор. выручка группы по итогам периода может снизиться на 4,2% г/г. Мы ожидаем, что CAGR 2022-2026 гг. для скорректированной EBITDA VK составит 10,8%. Рентабельность Дзена пока находится в небольшом минусе, что будет оказывать давление на маржинальность группы. В следующем году негативный эффект может составить около 6 п.п. на уровне рентабельности EBITDA сегмента коммуникаций и социальных сетей.

Динамика индекса Мосбиржи и акций VK



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

VKCO

Тикер на МосБирже

490

Текущая цена, руб.

252/1 453

Мин/макс цена, 12м

1 139

Справедливая цена

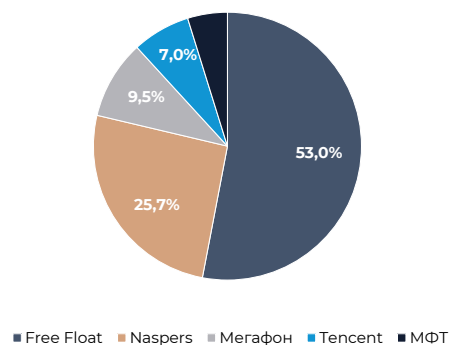
133,0%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

Структура капитала VK (экономические доли на 30.06.2022)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты компании за 3К 2022 г.

Финансовые результаты, млн руб.	3К 2021	3К 2022	+/-
Выручка	30 418	32 018	5,3%
EBITDA	8 426	9 807	16,4%
Рентабельность EBITDA	27,7%	30,6%	2,9 п.п.
Чистая прибыль	-1 429	704	149,3%
Рентабельность чистой прибыли	-4,7%	2,2%	6,9 п.п.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



По мере улучшения рентабельности Дзена ситуация на уровне группы также будет выправляться. Игровой сегмент в этом году генерировал относительно небольшую EBITDA в отличие от прошлых периодов. Динамика рентабельности холдинга в будущие годы будет определяться в основном рентабельностью сегмента социальных сетей, а также объемом инвестиций в новые инициативы. CAPEX, как мы ожидаем, останется на повышенном уровне в ближайшие годы, но имеет потенциал для постепенной стабилизации к 2025 г.

После прекращения партнерства со Сбером в рамках O2O у VK остается еще одно совместное предприятие — AliExpress Russia. Сейчас AER активно идет к положительной EBITDA и уже сильно сократил убыток. С учетом того, что ритейлеру не потребуются большие средства от акционеров на развитие, VK может сохранять долю в капитале компании еще долгое время, выжидая момент для удачного выхода. Ранее обсуждалась возможность IPO AER, но с учетом сложной макроэкономической ситуации и не лучшей конъюнктуры рынка выход на биржу может откладываться. Мы оцениваем стоимость доли VK в AliExpress Russia на уровне 77 млрд руб. Мы полагаем, что VK сейчас рассматривает различные варианты для своего образовательного бизнеса. В частности, речь может идти о продаже отдельных частей, партнерстве и новых приобретениях. У холдинга остается миноритарный пакет 25% в крупном сервисе школьного образования Учи.ру, который был приобретен в 2020 г. почти за 4 млрд руб. Компания не использовала право на увеличение своей доли, хотя могла нарастить ее до 49,5% в прошлом году. Средства, полученные от продажи игрового сегмента, потенциально могут быть использованы на новые приобретения. Согласно информации СМИ, группа проявляла интерес к ряду активов, включая Авито, ivi и SkyEng. Авито при этом не так давно был продан другому игроку.

Согласно нашим расчетам, на данный момент VK оценен на уровне 1,4x по мультипликатору EV/S и порядка 7,1x по EV/EBITDA. Это означает, что холдинг остается практически самой дешевой публичной IT-компанией в России и существенно отстает от западных аналогов из различных сфер. Этот разрыв увеличивается по мере ожидаемого восстановления рентабельности бизнеса VK. Мы оценивали холдинг с использованием 5-летней DCF-модели с WACC 16,5% и ставкой постпрогнозного роста 7%. В стоимости капитала компании мы учли премию 5% для того, чтобы отразить текущие повышенные требования инвесторов к плате за риск. Также мы по-прежнему учитываем при расчете справедливой цены бумаг стоимость долей VK в неконсолидированных активах. По нашим оценкам, стоимость этих долей составляет 83 млрд руб., или 50% текущего EV группы. Мы отмечаем, что VK остается компанией с головной структурой, зарегистрированной за рубежом. Также у компании торгуются только расписки и часть ликвидности заблокирована в связи с приостановкой торгов в Лондоне. Мы не исключаем, что со временем компания может решить эти проблемы и сменить регистрацию на российскую, но на это потребуется не менее года. VK уже существенно продвинулась в вопросе реструктуризации конвертируемых облигаций. Было выкуплено около 55% выпуска с номинальной стоимостью 220 млн долл., и мы полагаем, процент будет постепенно расти.

Один из крупнейших акционеров VK компания Prosus (25,7% экономическая доля и 12,3% голосующая) безвозмездно списала свои акции в пользу группы. Холдинг, в свою очередь, передал полученные казначейские акции менеджменту за 24,8 млрд руб. Эти акции должны быть использованы в рамках программы долгосрочной мотивации, что повысит вовлеченность руководства и может положительно сказаться на финансовых результатах. При этом CEO VK остается под санкциями и в случае увеличения им доли владения, компания может оказаться в фокусе внимания западных регулирующих органов.

Социальные сети и рекомендательные сервисы

Сегмент социальных сетей и коммуникационных сервисов остается основой бизнеса группы VK. Ранее он объединял различные направления, замыкая на себе экосистему, а после продажи игрового бизнеса будет обеспечивать более 70% выручки компании и почти всю EBITDA. Именно этот сегмент сейчас в наибольшем стратегическом приоритете у

Структура выручки и EBITDA VK в 3К 2022 г.

Структура выручки	3К 2021	3К 2022	+/-
Выручка	30 418	32 018	5,3%
Communications and Social	14 972	18 515	23,7%
Games	10 080	7 668	-23,9%
Ed-tech	2 546	2 871	12,8%
New initiatives	2 926	3 119	6,6%
Eliminations	-106	-155	46,2%

Структура EBITDA	3К 2021	3К 2022	+/-
EBITDA	8 426	9 807	16,4%
Рентабельность	27,7%	30,6%	2,9 п.п.
Communications and Social	7 022	9 157	30,4%
Рентабельность	46,9%	49,5%	2,6 п.п.
Games	2 972	1 341	-54,9%
Рентабельность	29,5%	17,5%	-12,0 п.п.
Ed-tech	-455	459	-200,9%
Рентабельность	-17,9%	16,0%	33,9 п.п.
New initiatives	-908	-1 012	11,5%
Рентабельность	-31,0%	-32,4%	-1,4 п.п.
Non-allocated	-205	-138	

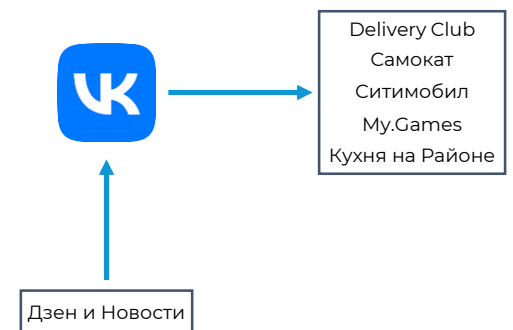
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Сделки VK по обмену активами и разделу O2O



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Крупные активы, в которых холдинг VK перестал владеть долями за последний год и в которых приобрел контроль



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Российский рынок интернет-рекламы, млрд руб.



Источник: АКАР; оценка: Велес Капитал



менеджмента. Новая стратегия группы подразумевает акцент на социальных сервисах и уход от экосистемного развития во все стороны одновременно. Подразделение дополнительно было усилено рекомендательными сервисами, среди которых недавно приобретенный Дзен.

По данным АКАР, Российский рекламный рынок в 1П 2022 г. снизился на 6% г/г. При этом ярко выраженное падение стало наблюдаться именно во 2К. Все сегменты за этот период показали двузначное падение, а рынок в целом сократился на 16% г/г. Точных оценок для конкретных сегментов агентство сейчас не приводит. На рынке онлайн-рекламы наблюдается одновременное сокращение доступного рекламного инвентаря и уход целого ряда крупнейших рекламодателей. В 2019 г. в топ-15 крупнейших рекламодателей входили 9 иностранных компаний, а по итогам сентября 2022 г. не осталось ни одной. Около 159 компаний приостановили свою рекламную деятельность, полностью ушли с рынка 320 фирм, а с возможностью возврата прекратили работу почти 500 компаний. Оценки рекламных групп пессимистичны. OMD OM Group оценивали падение рынка за 1П в 26% и в 34% для интернет-рекламы, а GroupM считают, что в этом году рекламный рынок России снизится на 38%. Мы полагаем, что снижение рынка онлайн-рекламы в этом году может составить не менее 10%. В этих условиях самые большие отечественные владельцы рекламного инвентаря VK и Яндекс смогли добиться перераспределения долей на рынке в свою пользу. Это позволяет им демонстрировать положительную динамику рекламной выручки даже в условиях сильного падения рынка. В Яндексе по итогам 3К сообщили, что наблюдается постепенная стабилизация рынка, которая может продолжиться в следующем году.

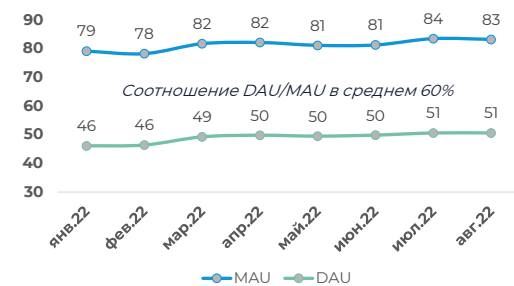
Согласно нашим расчетам, выручка сегмента в текущем году увеличится на 23% г/г. Консолидация Дзена обеспечит порядка 5 п.п. или около 3,1 млрд руб. За 9М VK продемонстрировал сильный рост выручки от онлайн-рекламы и, как мы полагаем, тенденция сохранится как минимум до конца года. **Instagram и Facebook были заблокированы после признания их материнской структуры экстремистской организацией**, TikTok ограничил размещение контента в России, а Google не дает более размещать рекламу и использовать свой рекламный инвентарь. Уход конкурентов с рынка позволил в короткие сроки привлечь дополнительную аудиторию и рекламодателей в социальные сети группы, что положительно сказывается на финансовых результатах. В перспективе ближайших 5 лет мы ожидаем, что среднегодовой рост выручки сегмента составит 13,8% г/г. Выручка Дзена в следующем году может достигнуть 10,4 млрд руб., что добавит более 7 п.п. к темпам роста выручки сегмента.

Мы полагаем, что рентабельность скор. EBITDA сегмента без учета Дзена останется стабильной г/г на уровне более 45%. Этому поспособствуют и полученные льготы для IT-компаний, включая налоговые послабления и меньшие отчисления в социальные фонды. В то же время Дзен будет оказывать давление на рентабельность в силу негативного показателя EBITDA. С учетом этого фактора рентабельность сегмента, как мы полагаем, снизится до 42% в следующем году и начнет постепенно выравниваться с 2024 г. по мере улучшения экономики рекомендательного сервиса.

Социальная сеть ВКонтакте остается важнейшим активом VK. Благодаря уходу основных конкурентов VK получила дополнительную аудиторию. По итогам 3К среднемесячная аудитория выросла на 6,9% г/г, до 76,9 млн., а среднедневная на 7,1% г/г, до 49,4 млн. Среднее время пользователя в сети составило более 45 минут против 35 минут во 2К 2021 г. По данным Mediascope в августе среднемесячная и среднедневная аудитория VK составили 83,2 и 50,6 млн человек соответственно, против 79,1 и 46,1 млн в январе. Компания отмечала, что пользователи стали активнее потреблять и генерировать контент, чем годом ранее, что отразилось на показателях созданных сообществ, просмотров ленты, добавлений в друзья и регистраций. Холдинг в этом году раскрыл финансовые результаты VK лишь однажды и сообщил, что по итогам 3К 2022 г. выручка социальной сети выросла на 34% г/г. Мы полагаем, что выручка VK в этом году увеличится на 27% г/г и превысит 40 млрд руб. Среднегодовой рост в течение 5 лет для VK мы оцениваем на уровне 15,6%.

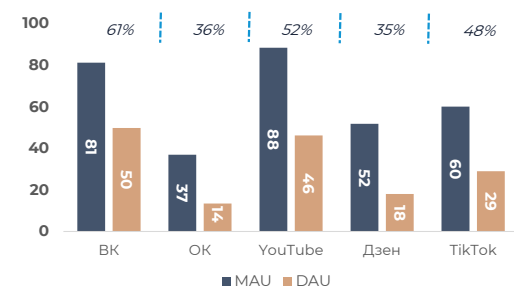
Прочие активы в сегменте, помимо VK и Дзен, в этом году могут также

Динамика ежемесячной и ежедневной активной аудитории ВКонтакте на всех платформах, млн чел.



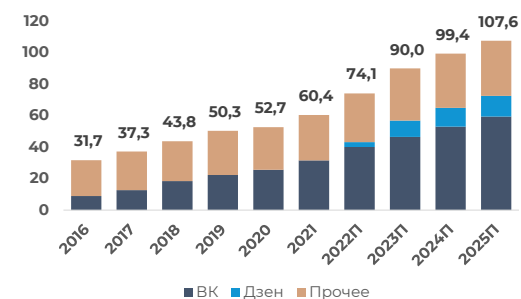
Источник: Mediascope (Россия 0+); оценка: Велес Капитал

Сопоставление крупнейших социальных сервисов в России по их ежемесячной и ежедневной аудитории, а также соотношению DAU/MAU, млн чел (2К 2022 г.)



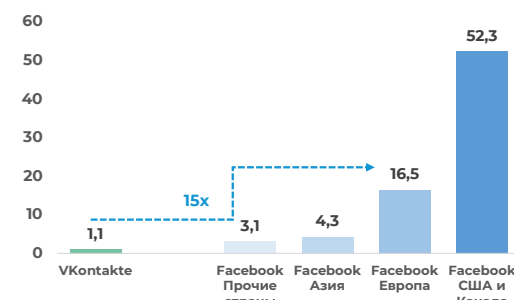
Источник: Mediascope (Россия 0+); оценка: Велес Капитал

Динамика и структура выручки сегмента социальных сетей и коммуникационных сервисов, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Сравнение рекламного ARPU социальной сети ВКонтакте и Facebook* в разных регионах, долл./квартал



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



нарастить выручку, но значительно меньше, до 10% г/г. Одноклассники также получили дополнительную аудиторию и больше рекламных бюджетов после ухода западных игроков. Тем не менее в долгосрочной перспективе мы рассчитываем на небольшой рост выручки этих активов со среднегодовым темпом около 4,5%.

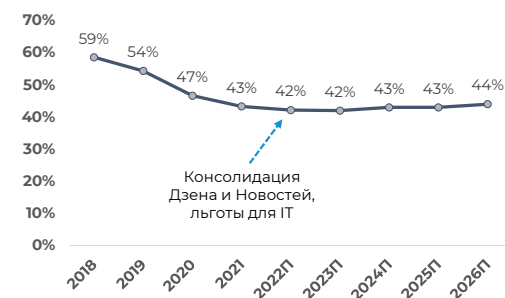
VK объявили о закрытии сделки по покупке сервисов Дзен и Новости 12 сентября. Сделка, по сути, была безденежная и подразумевала обмен активами. Новости в этой сделке, на наш взгляд, являются скорее дополнением, так как не генерируют значимых денежных потоков и в основном нужны для привлечения дополнительного трафика. Отделение Дзена от экосистемы Яндекса — задача непростая, и компаниям пришлось согласовать многоступенчатую схему. В частности, как сообщали СМИ, в течение 3 лет на странице Дзена будет доступен поиск Яндекса, а также будет осуществляться переадресация на дзен.ру со старой страницы поисковика. Прежнее мобильное приложение Яндекса на платформе Android тоже претерпело необходимые изменения. Все это требовалось для сохранения аудитории Дзена после завершения сделки. Как мы полагаем, выручка Дзена, отражаемая VK, примерно в 2 раза ниже выручки, которую фиксировал Яндекс. Это связано как с изменением методики учета, так и переходным периодом после продажи сервиса. Мы ожидаем, что VK будет активно развивать Дзен и инвестировать в привлечение новых пользователей и рекламодателей. Выручка Дзена в период 2023-2026 гг., по нашим оценкам, может расти с CAGR 11%. Рентабельность скор. EBITDA у сервиса, по нашим оценкам, сейчас составляет около -10% и будет постепенно выправляться. На выход в существенный плюс с учетом дополнительных инвестиций может потребоваться несколько лет.

26 сентября ряд приложений VK были удалены из магазина приложений Apple. Пользователи потеряли возможность скачивать и обновлять приложения, хотя доступ к уже скачанным сохранился. Компания направила в Apple официальный запрос о причинах удаления, но ответа не получила. В разговоре со СМИ представители американской корпорации объяснили удаление британскими санкциями против одного из акционеров VK, но против кого именно не раскрыли. Приложения вернулись в магазин в середине октября также без дополнительных пояснений. Наиболее чувствительным для компании могло стать постоянное удаление социальной сети ВКонтакте. Всего на мобильные устройства, по нашим оценкам, приходится более 70% трафика социальных сетей. Из этого объема на устройства Apple может приходиться более 20%, а основной платформой, конечно, остается Android. Согласно статистике Яндекса, в 3К 2022 г. 24% устройств в сети работали на iOS. Несмотря на то, что VK не находится под санкциями, мы отмечаем наличие рисков удаления приложений компании из магазинов в будущем. Это может нанести серьезный удар по рекламному бизнесу группы, несмотря на наличие альтернативных магазинов на платформе Android. Наша оценка построена на основе текущей ситуации, когда все приложения холдинга полноценно доступны на всех мобильных платформах.

Игры

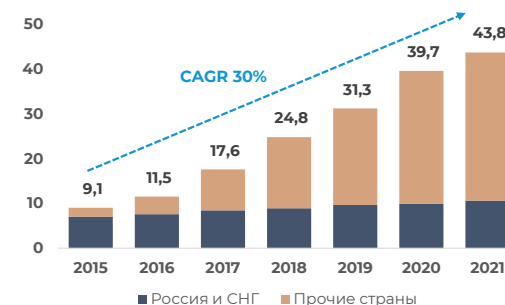
Практически одновременно с удалением приложений VK из AppStore произошла продажа игрового подразделения. Мы полагаем, что это во многом связанные события. Игровой сегмент очень сильно зависит от мобильных платформ и более 70% выручки зарабатывает за рубежом. То есть удаление игр компании из магазинов приложений могло нанести непоправимый ущерб данному бизнесу. Цена сделки составила 642 млн долл., что существенно ниже наших прежних оценок и предполагает мультипликатор EV/S на уровне 1x. Мы полагаем, что низкая цена связана рядом факторов, включая срочность, санкционные риски, ограничения в привлечении инвестиций, не лучшее состояние глобальной игровой индустрии и слабые финансовые результаты My.Games за последние кварталы. Мы не располагаем информацией о наличии договоренностей либо опционов на обратный выкуп актива через какое-то время. Деконсолидация игрового сегмента, как мы ожидаем, приведет к негативной динамике скор. выручки VK в 4К 2022 г. и следующем году из-за эффекта базы сравнения. После продажи My.Games из активов в сфере видеоигр VK сохраняет только магазин VK Play (учитывается в новых инициативах). Пока магазин находится в инвестиционной стадии и не

Динамика рентабельности EBITDA сегмента социальных сетей и коммуникационных сервисов



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика выручки игрового подразделения с делением по регионам, млрд долл.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Некоторые из крупнейших студий в составе My.Games



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Новые зарегистрированные и платящие пользователи Ed-tech VK, тыс.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



генерирует значительных денежных потоков. Мы полагаем, что для выхода на существенную прибыль VK Play потребуются очень большие инвестиции и получение прав на дорогостоящий контент, который поможет привлечь пользователей. В данный момент мы не рассчитываем, что этот проект станет крупной составляющей бизнеса холдинга.

Образовательные сервисы

На фоне текущих кризисных событий рынок онлайн-образования оказался под давлением. Меньшее количество людей приобретает курсы, а маркетинговые схемы привлечения студентов необходимо было перестроить. Отчасти на это повлияло резкое увеличение процентной ставки, так как более 50% курсов приобретается в кредит. VK в этих условиях начали сокращать маркетинговую активность своих проектов, что положительно сказывается на рентабельности сегмента, но темпы роста при этом не высоки. Согласно нашим расчетам, выручка сегмента в этом году вырастет всего на 14,5% г/г против 71% годом ранее. Убыток на уровне EBITDA может превратиться в прибыль около 400 млн руб. Сейчас мы ожидаем, что рынок онлайн-образования начнет постепенно восстанавливаться в следующем году, что потребует и оживления маркетинговой активности. Темп роста выручки в 2023 г. может ускориться до 36,5% г/г, а рентабельность EBITDA несколько ухудшится и будет на уровне -10%. На рынке образования все еще продолжается переход от офлайн к онлайн, что дает топливо для роста ed-tech. Мы рассчитываем, что CAGR выручки подразделения 2021-2026 гг. составит 22,4%, а рентабельность EBITDA станет вновь положительной с 2024 г. Потенциальная рентабельность EBITDA сегмента превышает 20%.

Мы полагаем, что VK может в будущем рассматривать различные опции для своего образовательного бизнеса. В частности, могут быть пересмотрены образовательные направления, на которых компания будет концентрировать внимание. Не исключены продажи или покупки отдельных компаний, а также партнерства в этой области. На наш взгляд, IPO этого бизнеса сейчас не стоит на повестке.

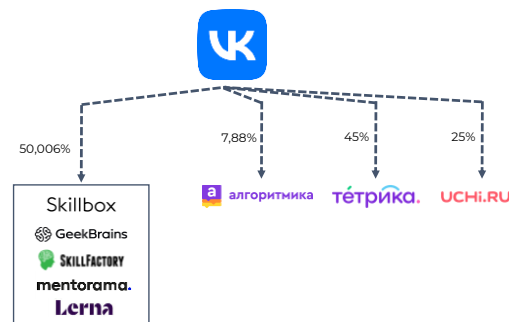
Прочие инициативы

Сегмент прочих инициатив сейчас включает в себя целый ряд разноплановых бизнесов, большинство из которых находятся в инвестиционной стадии и были запущены относительно недавно. Среди относительно зрелых проектов выделяются сервис объявлений Юла и B2B-сервисы, включая облачные технологии. Новые проекты, в которые компания сейчас активно инвестирует, — это сервис коротких видео VK Клипы, сервис для видеозвонков VK Звонки, магазин игр VK Play и магазин приложений на Android RuStore. Мало информации сейчас о некогда довольно крупном киберспортивном проекте ESforce. B2B и облачные сервисы являются одним из основных двигателей роста выручки сегмента и, скорее всего, так будет в дальнейшем. Юла в этом году демонстрирует относительно слабые результаты в том числе на фоне общей ситуации на рынке, что оказывает давление на финансовые показатели сегмента. В дальнейшем холдинг может рассматривать различные опции развития для Юлы, и не исключено, что сервис выйдет из периметра интересов группы. По нашим расчетам, выручка сегмента новых инициатив в этом году вырастет всего на 5% г/г, но темп роста ускорится в следующем году. Среднегодовой рост выручки подразделения в ближайшие 5 лет в наших прогнозах составляет 15%. Инвестиции в новые проекты оказывают серьезное давление на рентабельность сегмента и всей группы VK. Мы полагаем, что убыток на уровне EBITDA новых инициатив в этом году составит более 7,5 млрд руб. и вырастет до 11,8 млрд руб. в следующем году. Рентабельность, как мы ожидаем, будет улучшаться в течение ближайших лет, но это будет постепенный процесс. Как минимум в ближайшие пару лет убытки сегмента останутся существенными, если VK не решит отказаться от ряда затратных проектов.

Неконсолидированные активы

После выхода из совместного предприятия со Сбером и обмена активами с Яндексом число неконсолидированных активов VK заметно уменьшилось. Из наиболее заметных остались доля 15% в AliExpress Russia, а также доли в ряде ed-tech проектов, включая Учи.ру. Мы оцениваем

Активы VK в сфере онлайн образования с обозначением долей участия



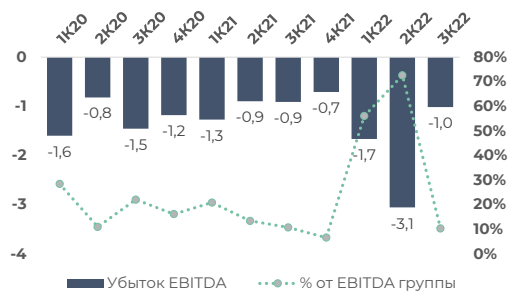
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Некоторые из новых инициатив VK



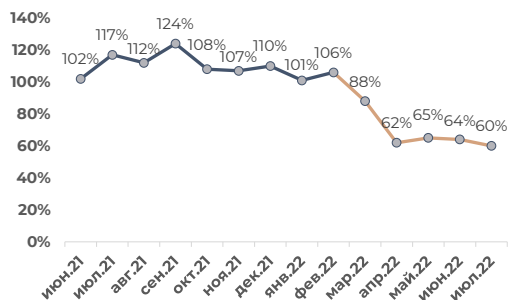
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Убыток EBITDA сегмента новых инициатив, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Рост количества онлайн-заказов в России без учета трансграничной торговли



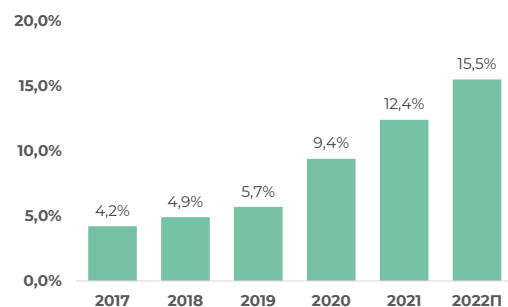
Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал



совокупную стоимость долей VK в AliExpress и Учи Групп в 83,4 млрд руб. Эта оценка приведена с учетом прежних мультипликаторов, и сейчас при попытке продать эти активы холдинг, вероятно, получил бы меньшую цену. Данная сумма составляет 45% текущего EV группы и на 90% представлена стоимостью доли в AliExpress Russia.

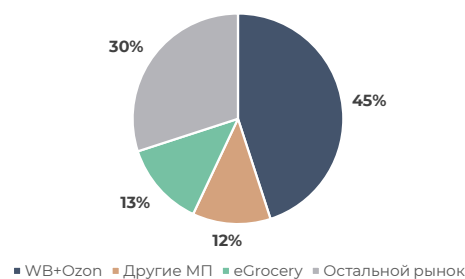
AliExpress Russia в этом году пока не раскрывал свои финансовые результаты. В прошлом году ритейлер увеличил оборот на 46% г/г, до 306 млрд руб., а доля локального бизнеса в продажах выросла с 23% до 36%. Он занял 7-е место на рынке, если учитывать только внутренние продажи и 3-е с учетом трансграничной торговли. Рынок онлайн-торговли в России замедлил рост начиная с конца февраля. Количество онлайн-заказов в июле выросло на 60% г/г против более чем 100% г/г до февральских событий. Так как средний чек в России демонстрировал заметную отрицательную динамику, темпы роста рынка в апреле-июле едва ли заметно превышали 25-30% г/г против 52% г/г в 2021 г. В июле Data Insight прогнозировали рост рынка онлайн-торговли за 2022 г. в 41% г/г, до 5,8 трлн руб. Как мы полагаем, в этом году ритейлер сосредоточен на улучшении рентабельности и выходе на положительную EBITDA. Это, в свою очередь, сказывается на показателях роста, и мы ожидаем увеличения оборота на 36% г/г, до 417 млрд руб. Доля локального бизнеса может составить около 45%, что подразумевает более быстрый рост сегмента относительно трансграничного бизнеса. Мы оценивали AER на основе мультипликатора EV/GMV в 1x для трансграничного бизнеса и 1,5x для локального. Стоимость всей компании с учетом прогнозного оборота у нас составила 510 млрд руб. Так как ритейлер уже может быть близок к положительной EBITDA, акционерам не потребуется выделять значительные средства на его развитие до тех пор, пока не станет необходимо заметно увеличить темпы роста. Мы полагаем, что VK сохранит долю в AER и может постараться монетизировать ее позже, когда для этого сложатся более подходящие условия. Способами выхода из актива могут стать продажа доли другому акционеру или IPO.

Доля онлайн-торговли от оборота розничной торговли в России



Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал

Структура роста российского рынка онлайн-торговли в 2021 г.



Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал



Рыночная капитализация и сравнительные мультипликаторы VK и IT-компаний из различных сфер, млн долл.

Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
VK	Россия	1 923	2 982	1,4	1,5	1,3	7,1	7,7	5,4	neg	neg	16,1
Холдинги												
Alphabet	США	1 146 371	1 059 448	4,5	4,1	3,6	9,4	8,4	7,6	16,2	14,5	12,1
IAC	США	4 096	4 994	0,9	0,9	0,8	21,4	10,7	7,8	neg	neg	19,0
Tencent	Китай	300 008	320 302	4,1	3,7	3,3	14,2	11,4	10,3	18,8	15,6	13,4
NetEase	Китай	41 135	29 778	2,2	2,0	1,8	9,1	8,2	7,3	14,3	12,7	11,2
Baidu	Китай	29 379	19 057	1,1	1,0	0,9	5,1	4,5	3,8	10,8	9,5	7,9
Медиана				2,6	2,3	2,1	11,8	8,6	7,4	15,0	13,1	12,7
Среднее				2,2	2,0	1,8	9,4	8,4	7,6	15,3	13,6	12,1
Социальные сети												
Meta	США	256 458	241 163	2,1	2,0	1,8	4,8	5,1	4,3	10,2	12,0	10,9
Weibo	Китай	3 116	2 628	1,4	1,2	1,2	5,0	4,3	3,6	6,0	5,4	4,9
Momo	Китай	1 038	-33	neg	neg	neg	neg	neg	neg	4,4	4,0	3,7
Медиана				1,7	1,6	1,5	4,9	4,7	4,0	6,9	7,1	6,5
Среднее				1,7	1,6	1,5	4,9	4,7	4,0	6,0	5,4	4,9
Онлайн-объявления												
Zillow	США	7 995	6 381	1,0	3,4	2,9	11,1	14,5	9,4	21,9	23,2	17,5
Scout24	Германия	4 161	3 870	8,7	7,8	7,0	15,9	14,0	12,5	28,9	25,1	22,2
REA Group	Австрия	10 175	10 369	13,0	11,6	10,4	23,0	20,2	17,7	37,3	32,5	27,4
Auto Trader	Великобритания	5 781	5 733	10,4	9,6	8,8	15,5	14,3	13,1	19,8	19,4	17,5
Cargurus	США	1 687	1 651	0,9	0,8	0,7	7,7	7,0	6,0	11,7	11,1	8,4
Upwork	США	1 614	1 521	2,5	2,1	1,8	neg	126,2	26,3	neg	neg	37,5
Adevinta	Норвегия	8 598	10 907	6,8	6,0	5,3	20,1	16,7	13,7	43,4	31,1	22,4
HeadHunter	Россия	2 151	2 155	8,4	6,8	5,5	15,3	12,1	9,7	22,3	16,8	13,5
Info Edge	Индия	6 090	5 798	22,2	18,5	15,5	64,4	46,4	36,5	69,2	54,9	43,8
Autohome	Китай	3 892	840	0,9	0,8	0,8	3,9	3,3	2,8	13,8	13,0	11,4
Медиана				7,5	6,7	5,9	19,7	27,5	14,8	29,8	25,2	22,2
Среднее				7,6	6,4	5,4	15,5	14,4	12,8	22,3	23,2	19,9
Онлайн-образование												
Chegg	США	3 231	3 490	4,6	4,2	3,9	13,8	12,6	10,8	16,7	15,8	13,5
Bright Horizons	США	3 955	5 799	2,9	2,6	2,4	18,3	15,6	13,8	26,0	22,3	18,6
Grand Canyon	США	3 204	3 175	3,5	3,3	3,1	11,0	10,8	9,8	17,0	16,5	15,3
2U	США	497	1 371	1,4	1,4	1,3	12,5	9,3	7,4	neg	23,9	11,4
Coursera	США	1 869	1 098	2,1	1,8	1,5	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Cogna Educacao	Бразилия	4 916	1 348	2,4	2,2	2,0	8,7	7,4	6,7	neg	neg	24,3
Afya	Бразилия	3 478	525	3,9	3,3	3,0	9,3	8,3	7,6	16,4	12,9	10,0
Koolearn	Китай	1 476	1 720	13,3	9,6	7,0	60,8	45,9	31,0	71,4	45,0	32,3
Медиана				4,3	3,6	3,0	19,2	15,7	12,5	29,5	22,7	17,9
Среднее				3,2	3,0	2,7	12,5	10,8	9,8	17,0	19,4	15,3



Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Онлайн-торговля												
Amazon	США	923 556	1 009 474	2,0	1,8	1,6	14,1	11,9	9,8	43,4	26,8	21,3
eBay	США	22 021	25 587	2,6	2,6	2,5	7,6	7,8	7,4	9,6	9,9	9,0
Rakuten	Япония	7 241	-22 021	neg	neg	neg	111,9	neg	neg	neg	neg	157,6
Asos	Великобритания	732	1 343	0,3	0,3	0,2	5,7	4,6	4,1	23,2	12,2	7,8
Zalando	Германия	6 732	7 072	0,7	0,7	0,6	16,2	12,3	9,3	140,0	54,9	28,7
Farfetch	Великобритания	3 089	3 335	1,4	1,2	1,0	neg	44,8	18,3	7,9	neg	neg
Wayfair	США	3 501	6 256	0,5	0,5	0,5	neg	neg	38,4	neg	neg	neg
Chewy	США	14 951	14 824	1,5	1,3	1,2	76,4	51,3	34,2	ext	216,7	77,3
Alibaba Group	Китай	184 560	123 810	1,0	0,9	0,8	5,2	4,6	4,1	9,7	8,2	7,4
JD.com	Китай	69 513	55 877	0,4	0,3	0,3	13,4	10,1	7,8	21,2	16,0	12,6
Pinduoduo	Китай	78 038	62 579	3,6	3,0	2,5	16,3	13,8	11,0	19,2	15,1	12,3
VIP.com	Китай	5 256	2 790	0,2	0,2	0,2	2,9	2,7	2,6	6,3	5,9	5,7
Sea	Сингапур	27 227	24 663	2,0	1,7	1,4	neg	neg	23,3	neg	neg	neg
Mercado libre	Аргентина	47 316	49 198	4,7	3,8	3,1	42,9	30,4	21,2	118,4	77,1	43,6
Allegro	Польша	5 414	6 857	3,6	2,9	2,6	15,6	13,5	10,9	41,0	28,3	19,0
Медиана				1,8	1,5	1,3	27,4	17,3	14,4	40,0	42,8	33,5
Среднее				1,4	1,2	1,1	14,9	12,1	10,3	21,2	16,0	15,8



Финансовая модель VK

Отчет о приб. и убытках, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Выручка (упр. учет):	125 752	126 361	121 001	137 414
Интернет-реклама	48 608	60 386	72 921	81 363
ММО игры	37 918	24 969	0	0
Community IVAS	18 450	17 709	20 347	21 792
Прочее	20 776	23 297	27 733	34 258
Выручка	126 061	120 513	123 740	137 414
Операционные расходы	(96 614)	(98 865)	(99 959)	(106 342)
EBITDA	29 447	21 649	23 781	31 072
Амортизация и корректировки	(20 085)	(19 249)	(18 052)	(18 861)
ЕВИТ	9 362	2 400	5 729	12 211
Прочие доходы/расходы	(23 988)	(30 127)	(5 570)	(6 020)
Прибыль до налогообложения	(14 626)	(27 727)	159	6 191
Налог на прибыль	(1 071)	(174)	(3)	(1 238)
Чистая прибыль	(15 697)	(27 901)	156	4 953

Баланс, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Внеоборотные активы	249 077	213 957	218 229	222 232
Финансовые вложения	48 921	48 921	48 921	48 921
Основные средства и НМА	172 722	136 528	139 725	142 653
Прочие внеоборотные активы	27 434	28 509	29 583	30 658
Оборотные активы	48 848	92 786	94 368	101 475
Оборотные активы	23 041	20 225	20 730	22 910
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	2 070	2 070	2 070	2 070
Денежные средства и эквиваленты	23 737	70 491	71 569	76 496
Итого активы	297 925	306 743	312 597	323 707
Средства акционеров	170 262	147 473	150 186	157 475
Акционерный капитал	169 916	147 127	149 840	157 129
Доля миноритариев	346	346	346	346
Долгосрочные обязательства	66 221	99 958	102 658	105 358
Долгосрочные кредиты и займы	50 810	77 299	75 499	73 699
Долгосрочные арендные обязательства	11 327	18 403	22 903	27 403
Прочие долгосрочные обязательства	4 084	4 256	4 256	4 256
Краткосрочные обязательства	61 442	59 312	59 753	60 874
Краткосрочные займы	7 078	8 589	8 389	8 189
Краткосрочные арендные обязательства	4 121	2 045	2 545	3 045
Оборотные обязательства	32 521	30 956	31 097	31 918
Прочие КО	17 722	17 722	17 722	17 722
Итого обязательства и средства акционеров	297 925	306 743	312 597	323 707

Движение денежных средств, млн руб.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Основная деятельность	20 912	(3 169)	20 401	24 791
Прибыль до налогов и фин. расходов	(14 626)	(27 727)	159	6 191
Налоги и финансовые расходы/доходы	(5 552)	(9 686)	(5 573)	(7 258)
Амортизация	18 371	18 197	18 052	18 861
Изменение оборотного капитала	(5 522)	1 423	(364)	(1 359)
Прочее	28 241	14 624	8 126	8 356
Инвестиционная деятельность	(45 103)	21 923	(17 324)	(17 864)
Приобретение внеоборотных активов	(8 767)	(10 485)	(10 048)	(10 361)
Покупка/продажа НМА	(6 346)	(7 592)	(7 276)	(7 503)
Прочее	(29 990)	40 000	0	0
Финансовая деятельность	8 771	28 000	(2 000)	(2 000)
Изменение долга	11 303	28 000	(2 000)	(2 000)
Выплата дивидендов	0	0	0	0
Прочее	(2 532)	0	0	0
Изменение денежных средств	(15 420)	46 754	1 078	4 927

WACC	
Безрисковая ставка	10,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	5,0%
Стоимость СК	21,8%
Beta	1,0
Стоимость долга	8,3%
Доля СК	65%
Доля долга	35%
WACC	16,5%

Свободный денежный поток	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
ЕВИТ	6 325	5 637	14 547	24 049
Налоговая ставка	21%	21%	21%	21%
НОРАТ	4 997	4 453	11 492	18 999
Амортизация	18 197	18 052	18 861	19 368
Кап. затраты	18 077	17 324	17 864	18 304
Инвестиции в ОК	(993)	364	1 359	1 680
Свободный денежный поток (FCFF)	6 110	4 818	11 130	18 383

Оценка стоимости бизнеса, млн руб.	
Рост в ПП периоде	7%
Сумма ДДП (+)	37 248
Терминальная стоимость (+)	129 055
Справедливая стоимость бизнеса	166 304
Чистый долг (-)	48 902
Доля миноритарных акционеров (-)	(2 185)
Арендные обязательства (-)	15 723
Финансовые вложения (+)	83 424
	01.01.2022 22.11.2022 12mo
Справедливая стоимость акц. капитала	187 288
Количество акций	239
Коэффициент конвертации	1/1
Справедливая стоимость GDR, руб.	1 139
Справедливая стоимость GDR, usd	19

Рыночные мультипликаторы, x	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
EV/Adj. Sales	3,1	1,0	1,0	0,8
EV/Sales	3,1	1,0	1,0	0,8
EV/Adj. EBITDA	12,4	4,9	5,2	3,5
EV/EBITDA	13,3	5,8	5,1	3,7
P/Adj. E	-61,5	-5,3	1719,1	15,1
P/BV	2,1	0,7	0,7	0,7
FCF Yield	-3%	17%	3%	6%
EPS, руб.	-26,0	-91,7	0,3	32,5

Коэффициенты	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Рентабельность скор. EBITDA	25,3%	20,2%	19,6%	24,3%
Рентабельность скор. чистой прибыли	-4,6%	-16,3%	0,1%	5,3%
Кап. затраты / выручка	12%	15%	14%	13%
ROE	-9,0%	-17,6%	0,1%	3,2%
ROA	-5,3%	-9,2%	0,1%	1,6%
ROIC	4,8%	1,4%	3,6%	6,1%
Чистый долг/Adj. EBITDA	1,1x	0,6x	0,5x	0,2x



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2022 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов
Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев
Металлы и добыча
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова
Металлы и добыча
EGazizova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru
