



22 декабря 2021 г.

# Яндекс (YNDX)

Цель: 6 611 руб. / «Покупать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин  
AMykhailin@veles-capital.ru

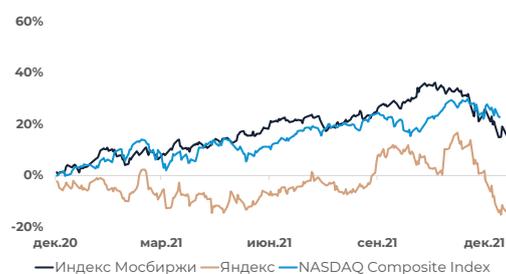
## Фокус на онлайн-торговлю

В прошлом году мы выпустили обзор с описанием e-commerce бизнеса Яндекса и стратегии направления, которую тогда представил менеджмент. Онлайн-торговля остается для холдинга основным фокусом в данный момент, но общий подход изменился. Плановый выход на точку безубыточности в сегменте сместился на более поздние сроки, но заметно вырос и ожидаемый выигрыш. E-commerce в России по-прежнему имеет огромный потенциал роста с CAGR 2020-2025 гг. более 30%, а Яндекс может стать одним из лидеров на этом рынке, что, на наш взгляд, создает значительный простор для дальнейшего роста бизнеса. На протяжении 2021 г. Яндекс крайне активно инвестировал в развитие нового направления, и по итогам периода суммарные вложения достигнут 650 млн долл., а рентабельность EBITDA всей компании окажется рекордно низкой. Серьезные инвестиции выливаются в ускорение роста, и общий оборот онлайн-торговли может увеличиться по итогам года в 3 раза, а разрыв с конкурентами заметно сокращается. Мы не рассчитываем, что объем выделяемых средств снизится в 2022 г., но ожидаем общего улучшения рентабельности. Прочие направления также продолжают активно развиваться. Успехи в логистике наглядно демонстрируют способность компании находить новые перспективные направления и быстро превращать их в реальный бизнес. На наш взгляд, Яндекс по-прежнему остается лучшим решением для инвесторов, которые намерены инвестировать в отечественную цифровую экономику. Рекомендация для акций Яндекса, как и ранее, «Покупать», а целевая цена повышена до 6 611 руб. за бумагу.

Согласно нашим расчетам, в этом году общая выручка Яндекса составит 348,9 млрд руб., что подразумевает рост на уровне 60% г/г. Отчасти столь сильный рост доходов был обеспечен консолидацией Яндекс Маркета на протяжении полного года и восстановлением после провала в 2020 г. В поисковом сегменте мы ожидаем увидеть рост выручки на 30% г/г вместо близкого к нулю показателя за прошлый год. Скор. EBITDA, как мы рассчитываем, снизится на 46,3% г/г, а рентабельность упадет на 15 п.п. до 7,6%. Подобная динамика по большей части стала следствием консолидации Яндекс Маркета и массивных инвестиций в развитие нового направления. Без учета данного сегмента скор. EBITDA Яндекса может вырасти на 26% г/г. Сама компания по итогам года ожидает увеличения выручки до 340-350 млрд руб. В сегменте поиска доходы должны вырасти на 27-29% г/г, а GMV сервиса такси увеличится на 65-70% г/г. Общий объем GMV от e-commerce, который включает помимо Маркета оборот Яндекс Лавки и доставку из магазинов в Яндекс Еде, может увеличиться в 3 раза относительно прошлого года. CAPEX в этом году, как мы рассчитываем, составит порядка 41 млрд руб., включая 6 млрд руб. на строительство новой штаб-квартиры.

В следующем году мы ожидаем, что Яндекс продемонстрирует рост выручки в 41% г/г благодаря сильной динамике всех основных направлений. Большую часть абсолютного прироста доходов может обеспечить сегмент такси за счет расширения входящих в него бизнесов, особенно логистики. Доля нерекламной выручки, как мы ожидаем, продолжит расти в следующем году и приблизится к 60%. Рентабельность EBITDA может незначительно улучшиться благодаря относительному снижению объема инвестиций к выручке. Абсолютный объем вложений, как мы ожидаем, существенно не уменьшится по сравнению с 2021 г., а их основная часть будет направлена на развитие онлайн-торговли. В 2020-2025 гг. мы закладываем рост выручки с CAGR 37%, а скор. EBITDA 33%. Основные изменения относительно прошлых оценок связаны с пересмотром вложений в новые бизнесы, а также, соответственно,

### Динамика индексов и акций Яндекса



### Информация об акциях компании

YNDX

Тикер на МосБирже

4 524

Текущая цена, руб.

4 503/6 200

Мин/макс цена, 12м

6 611

Справедливая цена

46,1%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

### Структура капитала Яндекса (экономическая доля на 30.09.2021)



### Финансовые результаты компании за 9М 2021 г.

| Финансовые показатели, млн руб.     | 9М 2020 | 9М 2021 | +/-        |
|-------------------------------------|---------|---------|------------|
| Выручка:                            | 146 745 | 245 843 | 67,5%      |
| Выручка от интернет-рекламы         | 88 048  | 118 187 | 34,2%      |
| Нерекламная выручка                 | 58 697  | 127 656 | 117,5%     |
| Скор. EBITDA                        | 35 580  | 22 423  | -37,0%     |
| Рентабельность скор. EBITDA         | 24,2%   | 9,1%    | -15,1 п.п. |
| Скор. чистая прибыль                | 14 552  | 5 360   | -63,2%     |
| Рентабельность скор. чистой прибыли | 9,9%    | 2,2%    | -7,7 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](#)



большим ожидаемым объемом выручки. В долгосрочной перспективе капитальные затраты, в наших расчетах, составляют 11% от выручки, но мы дополнительно закладываем около 50 млрд руб. на строительство нового кампуса. Пик этих дополнительных инвестиций, как ожидается, придется на 2023 г.

Мы оценивали Яндекс при помощи 10-летней DCF-модели с WACC 13,7% и ставкой терминального роста 7%. Мы увеличили срок прогнозного периода при моделировании для того, чтобы полноценно учесть будущие результаты онлайн-торговли и те выгоды, которые компания может получить от данного направления. По мультипликаторам, в особенности EV/EBITDA 2021 г., компания торгуется достаточно дорого. Во многом это связано с падением EBITDA на фоне инвестиций в этом году. Показатели более отдаленных по времени периодов демонстрируют, что мультипликаторы достаточно быстро выравниваются благодаря быстрому росту бизнеса. В целом, высокие или негативные мультипликаторы EV/EBITDA и P/E характерны для тех секторов, в которых действует Яндекс, и только крупнейшие глобальные холдинги имеют более стабильные значения. По EV/S сильного отрыва Яндекса от сравнимых аналогов не наблюдается. Яндекс торгуется заметно дороже VK, но мы это связываем скорее с фундаментальной недооценкой бизнеса последнего. Сильная коррекция на рынке, произошедшая в последний месяц, открывает инвесторам потенциальную возможность для входа.

## Что нового? Онлайн-торговля, логистика, food-tech

### Онлайн-торговля

Изначальная стратегия, которая была представлена менеджментом после перехода Маркета под контроль холдинга, претерпела серьезные изменения. В нашем прошлом обзоре e-commerce бизнеса мы указывали, что руководство компании видит три основные цели до конца 2023 г., включая расширение ассортимента до 5 млн SKU, входение в топ-3 игроков на рынке и достижение положительной EBITDA. Мы полагаем, что Яндекс может войти в топ-3 за отведенный срок, если учитывать весь e-commerce бизнес, который помимо Маркета включает также доставку продуктов из магазинов в Еде и оборот Яндекс Лавки. Уже по итогам этого года компания должна занять прочные позиции в топ-5 по локальным продажам. Процесс перевода продавцов с площадки сравнения цен на маркетплейс дал неожиданно хороший результат, что позволило расширить ассортимент намного больше изначального плана. По итогам 3К на маркетплейсе Яндекса было 17,7 тыс. активных продавцов и порядка 21 млн SKU. Крупнейшими категориями оставались FMCG и электроника. Ассортимент продолжит расширяться, особенно в ряде категорий, вроде одежды и обуви. Ozon по итогам 9М говорил о 60 тыс. активных продавцов и 46 млн SKU, но методика подсчета у компаний отличается, в следствии чего прямое сравнение не отражает реального положения дел. Анализ Яндекса показал, что всего на рынке около 900 тыс. продавцов и достаточно привлечь 100 тыс. для полного покрытия потребностей покупателей.

Достижение положительной EBITDA до конца 2023 г. сейчас выглядит маловероятным и в заметной степени ненужным. E-commerce в России характеризуется активным противостоянием нескольких игроков, каждый из которых готов инвестировать значительные средства для получения существенной доли рынка в будущем. То есть Яндекс может вкладывать большие средства и стать одним из лидеров или не достигнуть ничего. В данный момент мы полагаем, что сегмент e-commerce выйдет на положительную EBITDA после 2025 г. В следующем году убыток подразделения, как мы ожидаем, окажется несколько больше показателя текущего года и составит 44 млрд руб. При росте бизнеса рентабельность заметно выправится и продолжит улучшаться каждый следующий год. Согласно нашим расчетам, инвестиции должны позволить компании достигнуть доли рынка выше 9% в 2025 г., что подразумевает годовой оборот около 1 трлн руб. Мы полагаем, что рынок электронной коммерции в России будет расти со среднегодовым темпом 32% в 2021-2025 гг., а оборот Маркета на 87%. В этом году совокупные продажи площадки могут увеличиться на 175% г/г, а в следующем на 120% г/г.

Мы считаем, что площадка сравнения цен будет полностью свернута в

### Структура выручки и EBITDA Яндекса за 9М 2021 г.

| Структура выручки, млн руб.             | 9М 2020        | 9М 2021        | +/-               |
|---|----------------|----------------|-------------------|
| <b>Выручка:</b>                         | <b>146 745</b> | <b>245 843</b> | <b>67,5%</b>      |
| Search and Portal                       | 88 162         | 117 280        | 33,0%             |
| E-commerce                              | 5 208          | 24 834         | 376,8%            |
| Taxi                                    | 45 704         | 88 694         | 94,1%             |
| Classifieds                             | 3 960          | 5 856          | 47,9%             |
| Media Services                          | 4 906          | 11 891         | 142,4%            |
| Other Business Units                    | 6 485          | 15 440         | 138,1%            |
| Eliminations                            | -7 680         | -18 152        | -136,4%           |
| <b>Структура скор. EBITDA, млн руб.</b> | <b>35 580</b>  | <b>22 423</b>  | <b>-37,0%</b>     |
| <b>Скор. EBITDA:</b>                    | <b>24,2%</b>   | <b>9,1%</b>    | <b>-19,5 п.п.</b> |
| <b>Рентабельность</b>                   |                |                |                   |
| Search and Portal                       | 42 587         | 56 094         | 31,7%             |
| Рентабельность                          | 48,3%          | 47,8%          | -0,5 п.п.         |
| E-commerce                              | -1 077         | -28 079        | 2507,1%           |
| Рентабельность                          | -20,7%         | -113,1%        | -                 |
| Taxi                                    | 1 670          | 6 533          | 291,2%            |
| Рентабельность                          | 3,7%           | 7,4%           | 3,7 п.п.          |
| Classifieds                             | 471            | 1 581          | 235,7%            |
| Рентабельность                          | 11,9%          | 27,0%          | 15,1 п.п.         |
| Media Services                          | -2 594         | -4 578         | -76,5%            |
| Рентабельность                          | -52,9%         | -38,5%         | 14,3 п.п.         |
| Other Business Units                    | -5 713         | -9 367         | -64,0%            |
| Рентабельность                          | -88,1%         | -60,7%         | 27,4 п.п.         |
| Eliminations                            | 236            | 239            | 1,3%              |

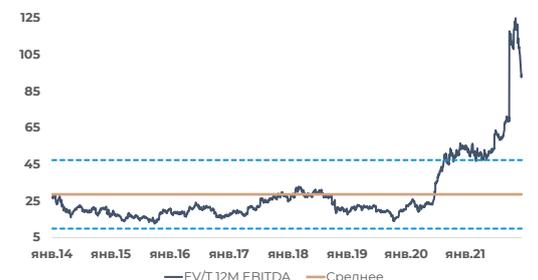
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Ожидаемый долгосрочный рост сегментов Яндекса

|                | 2021П      | 2022П      | 5Y CAGR    |
|----------------|------------|------------|------------|
| <b>Выручка</b> | <b>60%</b> | <b>41%</b> | <b>38%</b> |
| Search         | 30%        | 18%        | 16%        |
| Taxi           | 87%        | 49%        | 46%        |
| E-commerce     | 155%       | 80%        | 83%        |
| Classifieds    | 42%        | 15%        | 17%        |
| Media Services | 120%       | 73%        | 53%        |
| Other          | 121%       | 68%        | 50%        |

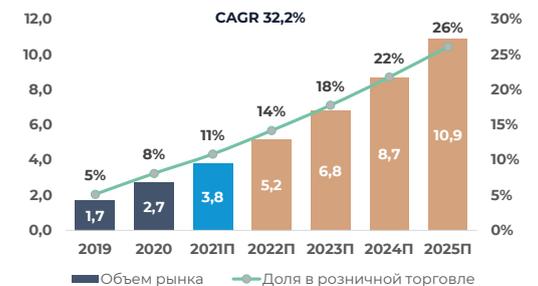
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Динамика мультипликатора EV/T 12M EBITDA



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

### Ожидаемый объем рынка электронной торговли в России, трлн руб.



Источник: Data Insight; Оценка: Велес Капитал



следующем году после ухода практически всех продавцов на маркетплейс. Доля ЗР продаж в 4К этого года приблизится к 80% и, как мы полагаем, существенно не изменится в будущие годы. Модель полного маркетплейса, как заявляют многие игроки, сейчас невозможна в России, так что доля собственных продаж будет оставаться на уровне 15-20%. В доле ЗР сейчас весь оборот по сути разделен между 3 моделями: 2/3 приходится на фулфилмент от самого продавца (FBS) и Drop shipping (DBS), а еще 1/3 на фулфилмент от Яндекса (FBY). Прямые поставки и FBS позволили быстро перевести множество продавцов с площадки сравнения цен на маркетплейс, но в этих моделях самая низкая комиссия. Целью Яндекса будет постепенное наращивание доли продавцов на фулфилменте от компании (FBY). Также выделяется модель express, которая уникальна для отечественного рынка и подразумевает доставку товара напрямую от продавца в течении пары часов силами Яндекс Доставки. Доля экспресс сейчас составляет немного менее 10% GMV. Данная модель потенциально может обеспечить крайне быструю доставку миллионов SKU и, мы думаем, другим площадкам будет крайне сложно воспроизвести что-то подобное. Комиссии, как мы ожидаем, будут постепенно расти. Это касается и входной комиссии для различных категорий товаров, и прочих сопутствующих комиссий вроде платы за хранение товара. Потенциал для роста комиссии есть и относительно прочих отечественных игроков вроде Ozon и в сравнении с зарубежными маркетплейсами. Рост отдельных категорий в структуре продаж также будет повышать комиссию. К таким категориям, в частности, относится мода, на развитие которой в Яндексе сейчас делают большую ставку. Согласно нашей оценке, совокупная комиссия Яндекса по итогам текущего года будет равна 7,1%, а в следующем вырастет до 10%. Мы видим потенциал роста комиссии до 16% в ближайшие несколько лет. Дополнительным источником доходов может стать реклама, доля которой в выручке будет постепенно увеличиваться. Таким образом, выручка сегмента будет расти в ближайшие 5 лет среднегодовым темпом 58%, включая 80% г/г в 2022 г.

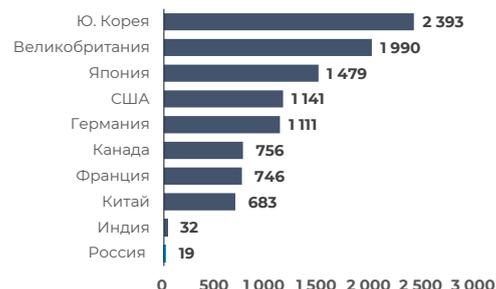
Быстрое развитие требует существенных вложений в логистику и складскую инфраструктуру. По итогам 3К 2021 г. у Яндекса было 295 тыс. кв. м. в распределительных центрах. Сейчас сложно сказать сколько площадей потребуется компании в конечном итоге, но можно ориентироваться на показатели текущих лидеров. Для обеспечения продаж на уровне Wildberries Яндексу придется как минимум удвоить текущую складскую площадь в течении ближайших лет. За 9М 2021 г. инвестиции компании позволили нарастить складскую площадь почти на 200 тыс. кв. м., так что можно предполагать, что и в 2022 г. Яндекс введет не менее 200-250 тыс. кв. м.

Дополнительную поддержку e-commerce подразделению будут оказывать собственные финансовые сервисы компании, которые сейчас находятся на ранней стадии развития. Они будут строиться на базе приобретенного ранее банка и предложат, в частности, кредитование покупателей и продавцов маркетплейса. Платежи и кредитование, на наш взгляд, станут основой, на которой финансовые сервисы компании сосредоточатся в ближайшей перспективе. Мы пока не закладываем в модель это направление, но отмечаем здесь дополнительный потенциал для Яндекса.

### Логистика

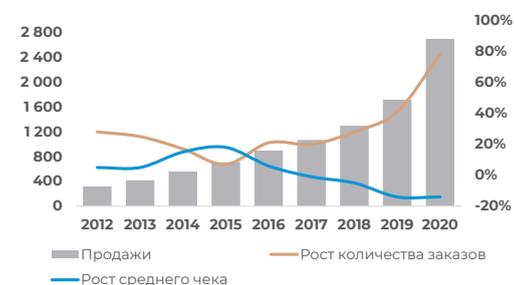
Яндекс Доставка новый проект компании, запущенный в прошлом году. За этот короткий срок Яндекс Доставка стала игроком номер 2 на рынке доставки последней мили по числу посылок. Уже в 2021 г. оборот может достигнуть 29 млрд руб., а выручка 12 млрд руб., что делает сервис важной частью не только сегмента такси, но и всего холдинга. Суть данного проекта в том, что компания использует доступный ресурс водителей такси и курьеров для доставки товаров различных продавцов в день заказа (экспресс-доставка). На рынке экспресс-доставки доля Яндекса составляет теперь более 10%, а до конца 2021 г. компания рассчитывала запустить доставку товара на следующий день, что позволит значительно расширить целевой рынок. Доставка на следующий день сейчас представляет собой 2/3 всего прогнозируемого объема рынка за 2021 г. В условиях постоянного расширения спроса на доставку и развития онлайн-торговли сервис начал расти крайне быстрыми темпами и, по нашим оценкам, достигнет 82 млн посылок в 2021 г. (+270% г/г). Особенно сильный рост наблюдается в

### Объем эл. торговли в пересчете на душу населения в 2020 г., долл.



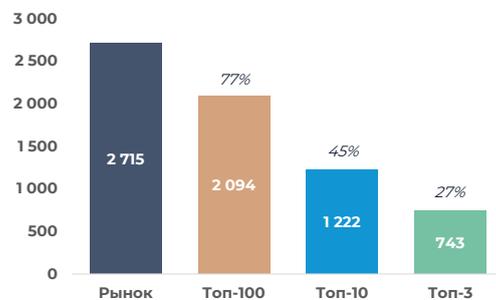
Источник: Data Insight; Оценка: Велес Капитал

### Изменение среднего чека и количества заказов на отечественном рынке эл. торговли, продажи в млрд руб.



Источник: Data Insight; Оценка: Велес Капитал

### Концентрация на российском рынке эл. торговли, доли в продажах, 2020 г., млрд руб.



Источник: Data Insight; Оценка: Велес Капитал

### Сравнение комиссии на разных площадках в ряде категорий, синим обозначен наиболее низкий показатель

|               | Яндекс | Ozon | AliEx | Сбер | Amazon US |
|---------------|--------|------|-------|------|-----------|
| Моб. телефоны | 4%     | 5%   | 5%    | 4%   | 8%        |
| Книги         | 8%     | 20%  | -     | 10%  | 15%       |
| Одежда и акс. | 4%     | 15%  | 8%    | 15%  | 17%       |
| Мебель и акс. | 8%     | 17%  | 5%    | 10%  | 10-15%    |
| Продукты      | 4%     | 10%  | 8%    | 6%   | 8-15%     |
| Компьютеры    | 3%     | 5%   | 5%    | 5%   | 6%        |

Источник: данные компаний; Оценка: Велес Капитал



B2B-сегменте, построенном на комиссионной модели. Его доля в обороте по итогам года составит около 45%, но может увеличиться до 55% уже в следующем году и до 70% в 2025 г. Мы ожидаем, что логистический сервис достигнет более чем 950 млн доставок в 2025 г., что в 44 раза превышает показатель прошлого года. Благодаря столь быстрому росту количества доставок при увеличении доли B2B и комиссии выручка проекта превысит 170 млрд руб. в 2025 г. (CAGR 123%), что равно 16% ожидаемой выручки всего Яндексa. Сейчас Доставка генерирует относительно небольшой убыток на уровне EBITDA, который составит в этом году около 4% от GMV. Мы полагаем, что сервис достигнет безубыточности в 2024 г. и далее сможет постепенно наращивать рентабельность до уровня 6-8% от GMV.

### Доставка еды

Food-tech бизнес Яндекса сейчас представляют сервисы доставки Яндекс Еда и Яндекс Лавка. Яндекс Еда по итогам этого года может достигнуть 51 млн заказов, оставаясь на втором месте после Delivery Club с ожидаемыми 86 млн заказов. При этом сервис Яндекса демонстрирует более высокие темпы роста и, если учитывать заказы, реализуемые через Яндекс Доставку, сокращает разрыв с конкурентом. По итогам 3К к площадке было подключено 34 тыс. ресторанов и 3 тыс. магазинов, а доля доставки из магазинов выросла до 25% от оборота. Мы полагаем, что рынок доставки еды продолжит быстро расти, особенно в сегменте доставки продуктов из магазинов. На этом фоне Яндекс Еда может увеличивать количество реализуемых заказов с CAGR 2021-2025 гг. 37%. Среднегодовые темпы роста выручки могут быть еще выше и составляют в наших прогнозах 41%. В текущем году мы ожидаем увидеть рост выручки Яндекс Еды на 71% г/г до 12,1 млрд руб., а в 2022 г. показатель может вырасти еще на 54% г/г.

Яндекс Лавка в этом году, как мы ожидаем, продемонстрирует рост продаж более 150% г/г при двукратном увеличении количества дарксторов. Яндекс Лавка остается вторым игроком в сегменте, отставая от схожего проекта Самокат по обороту, темпам роста и числу активных дарксторов. По итогам 3К Самокат имел почти в 2 раза больше точек и в половину больший объем продаж, активно масштабируя бизнес в регионах. Яндекс придерживается другой стратегии и сосредоточился на двух столицах для обеспечения наилучшей экономики. Уже сейчас более 60% дарксторов Лавки являются прибыльными в Москве, если не учитывать маркетинговые расходы и товарные потери. В регионах Яндекс может начать разворачивать обновленную модель дарксторов, совмещенных с ПВЗ Яндекс Маркета, что позволит снизить риски, присущие традиционной модели. Мы полагаем, что Яндекс продолжит открывать около 100 точек в год, что обеспечит рост выручки со среднегодовым темпом около 50% в ближайшие 5 лет. Согласно нашим оценкам, исходя из плотности населения, каждый игрок может открыть порядка 800 дарксторов в городах-миллионниках и еще около 350-400 шт. в городах с населением более 500 тыс. чел.

Как и для логистики мы ожидаем, что food-tech проекты покажут суммарную положительную EBITDA в 2024 г. и далее будут постепенно улучшать рентабельность. Ближе к положительной экономике, на наш взгляд, находится Яндекс Еда. Движение к точке безубыточности может проявиться уже в следующем году, хотя в абсолютном убыток, скорее всего, останется на уровне этого года.

### Генератор денежных потоков. Поиск и реклама

Поисковое направление и онлайн-реклама остаются для Яндекса крайне важными составляющими бизнеса, которые генерируют основной денежный поток. Именно этот сегмент во многом позволяет компании финансировать остальные направления, вроде молодого бизнеса онлайн-торговли. По итогам текущего года доля Яндекса на рынке интернет-рекламы в России, если использовать расчеты АКАР, остается около 45-50%. Согласно оценке GroupM, глобальный рынок интернет-рекламы будет расти среднегодовым темпом не менее 10% до 2024 г., включая рост более 20% г/г в этом году. В 2024 г. доля онлайн-рекламы на рынке может достичь 66%, а доля рекламы в поиске достигнет до 21%. Для Российского рынка интернет-рекламы мы подняли прогноз роста в этом году с 19% до 22% г/г, и в таком случае совокупный объем рекламных бюджетов на онлайн составит около 308 млрд руб. В GroupM рост рынка интернет-рекламы в этом году оценивают в 23% г/г, а в следующем на уровне 19% г/г. Наши

Структура продаж ТОП-100 российского рынка эл. торговли по категории ритейлера, 2020 г.



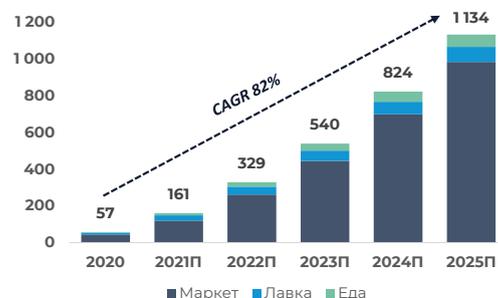
Источник: Data Insight; Оценка: Велес Капитал

ТОП-10 игроков на рынке эл. торговли в России по продажам, 2020 г. (только внутренние продажи)

| Рейтинг | Имя               | Продажи | Рост |
|---------|-------------------|---------|------|
| 1       | Wildberries       | 413 200 | 96%  |
| 2       | Ozon              | 197 000 | 144% |
| 3       | Citilink          | 132 730 | 47%  |
| 4       | DNS               | 116 760 | 117% |
| 5       | M.Video           | 113 200 | 100% |
| 6       | Eldorado          | 53 760  | 95%  |
| 7       | Lamoda            | 52 970  | 32%  |
| 8       | Apteka.ru         | 50 070  | 46%  |
| 9       | AliExpress Russia | 49 000  | 171% |
| 10      | Yandex Market     | 44 090  | 136% |

Источник: Data Insight; Оценка: Велес Капитал

Прогнозируемый E-commerce GMV Яндекса, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Количество посылок на рынке эл. коммерции в России, млн шт.



Источник: Data Insight; Оценка: Велес Капитал



прогнозы сейчас предполагают более сдержанную динамику рынка в следующем году при прохождении основного цикла восстановления, и мы ожидаем рост около 14% г/г. CAGR 2020-2025 гг. для отечественного рынка интернет-рекламы мы сейчас оцениваем в 12%, а выручка поискового сегмента Яндекса продолжит расти быстрее рынка со среднегодовым темпом на уровне 16%. Этому поспособствует в том числе дополнительное расширение доли на основных платформах. Рентабельность EBITDA сегмента, как мы полагаем, в этом году несколько снизится относительно предыдущего года в силу возвращения части расходов, урезанных во время острого периода пандемии. Тем не менее рентабельность должна остаться выше 48% (наша оценка 48,1%) в этом году и последующих периодах. Текущая стратегия компании ориентирована на максимизацию абсолютного уровня EBITDA сегмента, для чего он должен продолжать расти быстрее рынка. Эта стратегия подразумевает, что рентабельность находится в меньшем приоритете, если на чаше весов стоит более быстрый рост бизнеса. Влияние на EBITDA от налогового маневра в IT пока не особо заметно. Мы ожидаем увидеть положительный эффект на рентабельность сегмента после 2024 г., когда компания сможет перевести часть сотрудников в новый кампус и снизит расходы на аренду.

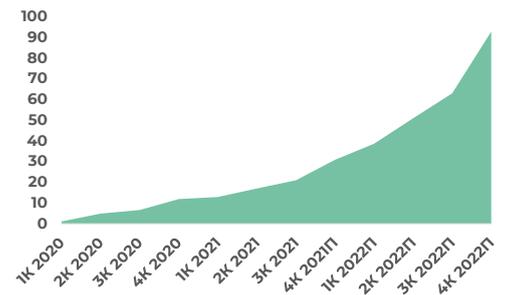
Доля в поиске на всех платформах по итогам 3К осталась близка к 60%, а доля на платформе Android выросла на 0,2 п.п. г/г до 58,9%. Слабым местом остается доля на iOS, где Яндекс проигрывает своему основному конкуренту, но и там доля увеличилась в этом году примерно на 1 п.п. г/г, до 42,8%. Принятые ранее антимонопольные меры позволили Яндексу значительно нарастить свою долю на важнейшей мобильной платформе Android в последние годы, но сейчас рост уже по большей части исчерпан. Эффект от предустановки на мобильные устройства, по всей видимости носил ограниченный характер. Мы полагаем, что еще возможно небольшое положительное движение показателя в несколько процентных пунктов, о чем может свидетельствовать высокая доля Яндекса в поиске на десктопе (более 70%). На iOS компания, как нам кажется, вполне может со временем вернуть долю к уровням 2014 г., когда она составляла 48%. Этому будут способствовать точечные меры, включая продвижение и совершенствование продукта на платформе.

Важной частью рекламного бизнеса Яндекса за последние годы стал Яндекс Дзен. Дзен является основным проектом Яндекса, где возможно внедрение видео-рекламы, которая быстро набирает обороты относительно прочих направлений. Доля видео относительно среднего времени, проведенного пользователем на площадке, достигла 40% против 19% в сентябре 2020 г. По итогам 3К ежедневная аудитория (DAU) Дзена составила 20,6 млн пользователей (отношение к MAU 35%), что на 13,2% выше показателя прошлого года. Темпы роста заметно снизились относительно предыдущего года (+50,6% г/г в 2020 г.), но мы связываем это в том числе со стратегией площадки. Как заявляли представители компании, сейчас работа над контентной базой, новыми инструментами и монетизацией является более значимой, чем обеспечение дополнительного роста числа пользователей. Приток рекламных бюджетов продолжается, что обеспечивает проекту темпы роста, превышающие показатели поискового сегмента. Мы оцениваем CAGR выручки Дзена в 2020-2025 гг. на уровне 27%. В этом году выручка проекта может составить около 16 млрд руб. По рентабельности Дзен уже находится вблизи точки безубыточности, но так как его операционные расходы учитываются в сегменте экспериментов прямого влияния на показатели поиска нет. Потенциальный уровень рентабельности EBITDA Дзена, как мы полагаем, находится на уровне 40-50%, что также делает бизнес крайне привлекательным.

### Все еще большой потенциал. Такси

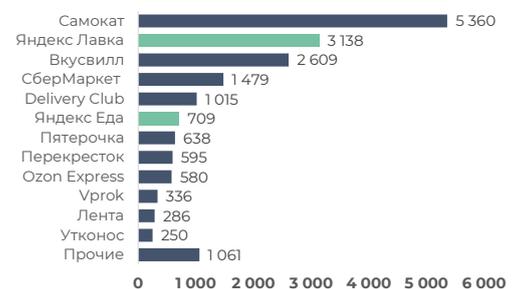
На рынке такси в России Яндекс остается абсолютным лидером. Согласно нашим оценкам, совокупный объем данного рынка, с учетом нелегального, по итогам текущего года составит порядка 1 трлн руб. и может увеличиться примерно до 1,5 трлн руб. в 2025 г. Доля агрегаторов уже превысила 60% и продолжит расти в дальнейшем. Только за 9М текущего года совокупная стоимость поездок Яндекса составила более 400 млрд руб., что опережает показатель за весь 2020 г., а число водителей в 3К увеличилось на треть г/г и перешагнуло планку в 1 млн. По итогам текущего года холдинг может продемонстрировать рост GMV в такси более 70% г/г, до 570 млрд руб.

Число доставленных посылок Яндекс Доставки, млн шт.



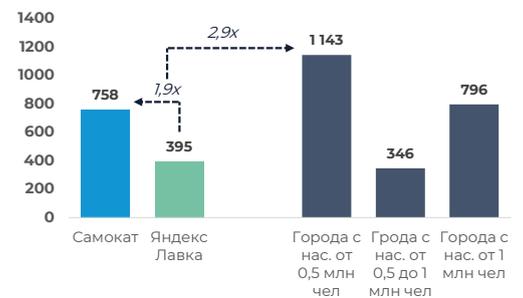
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Лидеры рынка e-grocery в России по количеству заказов, июль 2021 г., тыс.



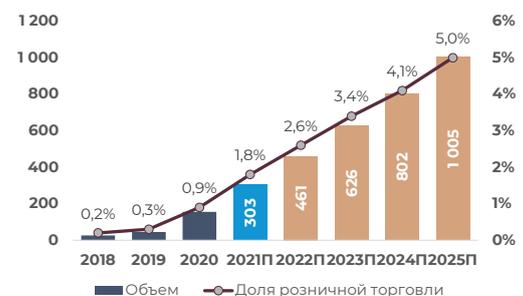
Источник: Data Insight; оценка: Велес Капитал

Число даркстортов Яндекс Лавки на 3К 2021 г. и потенциал открытия с учетом населения



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Рынок E-grocery в России и его доля в розничных продажах, млрд руб.



Источник: Infoline, данные компании; оценка: Велес Капитал



Согласно нашим расчетам, доля Яндекса на рынке в денежном выражении по итогам года будет выше 45%, а в ряде крупнейших городов составит 65%. Стоит иметь в виду, что текущие оценки рынка могут не учитывать значительный пласт поездок у малых игроков и возможность роста мобильности в регионах на фоне инвестиций, так что потенциал расширения может быть даже выше. Ситимобил сохраняет второе место в городах присутствия, в частности в Москве, но отстает по темпам роста GMV. Относительно недалеко по доле от Ситимобил также находится заметный региональный игрок Максим. В середине прошлого года на отечественный рынок вышел китайский агрегатор Didi, который за 3 волны расширения начал работать более чем в 36 городах. Примерно с середины этого года наблюдается значительное снижение активности Didi, что, вероятно, связано с рассмотрением нового закона о такси и возможным ограничением деятельности иностранных компаний в этой сфере. Меньшая активность Didi снижает конкурентное напряжение на рынке. Помимо России Яндекс развернул сервис такси еще в 17 странах, из которых большинство — это страны СНГ. Комиссии на этих рынках ниже, а их доля в текущем GMV составляет менее 20%. Среди значимых конкурентов там выделяются Didi и Bolt.

Высокие темпы роста бизнеса Яндекса в этом году связаны с восстановлением рынка такси после периода ограничений. Некоторые направления, вроде корпоративного такси и поездок в аэропорты все еще находятся под давлением. Комиссия сервиса, как мы полагаем, составляет сейчас 16% или около 19%, если учитывать B2B-сегмент, а средний чек находится на уровне 220 руб. В будущем мы ожидаем постепенного роста комиссии и снижения объема субсидий в процентах от оборота, что положительно скажется на выручке. Обратный эффект может иметь снижение среднего чека при дальнейшей экспансии в регионах. Количество поездок, как мы полагаем, будет расти с CAGR 25% в ближайшие 5 лет, а оборот — 27%. В 2025 г. мы ожидаем оборот такси около 1 трлн руб. и выручку 164 млрд руб., что в 4 раза выше значения 2020 г. Рентабельность EBITDA бизнеса в этом году может составить около 30% и мы полагаем, она улучшится еще, достигнув 40% в перспективе нескольких лет за счет дальнейшей оптимизации операционных расходов. Это значит, что такси становится заметным источником денежных потоков для Яндекса. Мы закладываем, что EBITDA будет расти быстрее, чем в поисковом сегменте и превысит 65 млрд руб. в 2025 г.

## Неочевидное богатство. Медиа, IoT, автономный транспорт и прочие направления

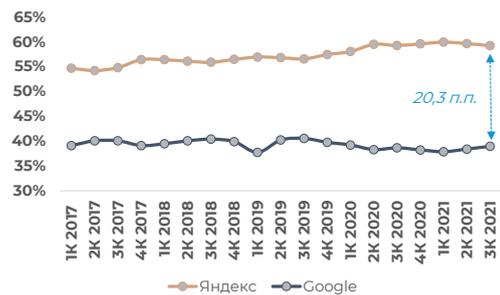
### Онлайн-объявления

Сегмент объявлений может расти с CAGR 2021-2025 гг. около 17% и, как мы полагаем, продолжит демонстрировать рентабельность EBITDA на уровне 20-30%. Основным драйвером роста будет выступать дальнейшее расширение рынка онлайн-объявлений за счет поглощения доли офлайн-сегментов. Мы считаем, что после быстрого восстановления в этом году, в 2022 г. темпы роста сервисов объявлений замедлятся до 15% г/г.

### Медиа

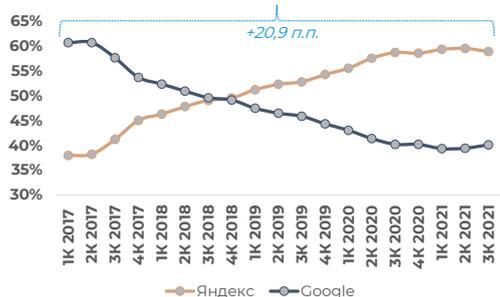
Основной медиа-сервисов холдинга сейчас является Яндекс Плюс с 10,6 млн пользователей на конец октября. Кинопоиск, согласно оценке GFK, в этом году усилил свои лидерские позиции по количеству подписчиков среди OTT в России и увеличил отрыв от ближайших конкурентов. Яндекс сообщил, что порядка 77% пользователей Плюс являлись платящими, а прочие оставались на пробном периоде. Мы полагаем, что выручка подписочного сервиса по итогам года увеличится на 157% г/г и составит около 15 млрд руб. Подписка обладает ярко выраженным синергическим эффектом с прочими сервисами холдинга, повышая их использование и параллельно увеличивая собственную аудиторию. Обладатели Плюса делали заказы в сервисах Яндекса на 40-60% чаще и обеспечивали на 50-85% более высокий GMV, чем прочие потребители. Особенно заметная синергия проявляется с электронной коммерцией и сейчас подписчики генерируют более половины оборота компании. По мере роста онлайн-торговли мы ожидаем дополнительного прироста базы пользователей медиа-сервисов. В России около 55-60 млн домохозяйств, и мы думаем, что Яндекс может рассчитывать на привлечение от 1/3 до половины этого

Распределение долей в поиске на всех платформах (Россия)



Источник: Яндекс Радар; оценка: Велес Капитал

Распределение долей в поиске на платформе Android (Россия)



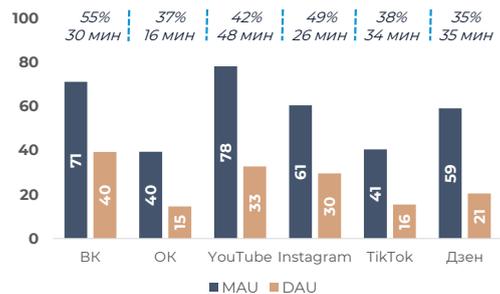
Источник: Яндекс Радар; оценка: Велес Капитал

Динамика рынка интернет-рекламы в России, млрд руб.



Источник: АКАР; оценка: Велес Капитал

Сопоставление крупнейших социальных сервисов России по их ежемесячной и ежедневной аудитории, а также соотношению DAU/MAU и среднему времени в сети (сверху), млн чел (сентябрь 2021 г.)



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



количества к 2025 г. В таком случае выручка медиа-сервисов будет расти в среднем на 53% в 2021-2025 гг. Выход на положительную EBITDA мы ожидаем для сегмента в 2024 г. Значительная часть средств сейчас уходит на закупку музыкального и видео контента Яндекс Музыки и Кинопоиска соответственно. Закупки видео контента не зависят от количества просмотров, так что экономика будет постепенно улучшаться с ростом аудитории. В этом году, согласно нашей оценке, выручка медиа сервисов увеличится на 120% г/г, а убыток на уровне EBITDA составит около 6,5 млрд руб. В 2022 г. мы рассчитываем на рост доходов более 70% г/г при увеличении абсолютного убытка, но улучшении рентабельности.

### Автономный транспорт

В структуре прочих инициатив, помимо обозначенного ранее Дзена, можно отметить еще ряд бизнесов. Компания продолжает активно инвестировать в автономный транспорт, работая по двум основным направлениям, беспилотные автомобили и роботы доставки (роверы). Сегмент практически не генерирует выручку, но его убыток на уровне EBITDA составит около 5 млрд руб. в этом году и может вырасти до 7,5 млрд руб. в следующем. За 5 лет 2021-2025 гг. мы ожидаем совокупный накопленный убыток EBITDA около 40 млрд руб. С точки зрения денежных потоков оценить этот бизнес сложно, но мы полагаем, что с учетом значительного прогресса компании в развитии автономных технологий он может стоить десятки млрд руб. уже сейчас. По итогам 3К 2021 г. беспилотные автомобили компании совокупно проехали по трассам общего пользования более 15 млн миль, что является серьезным достижением. Также в одном из районов Москвы ожидается запуск полноценного такси на базе беспилотных автомобилей. Коммерческого использования автономных такси пока смогли добиться лишь несколько компаний по всему миру. Мы думаем, что первое массовое распространение получат роверы, что отчасти уже происходит. В этом году Яндекс заключил соглашение с GrubHub и теперь около 50 роверов доставляют заказы в кампусах ряда университетов США. Подобные контракты позволяют компании тестировать технологию вне лабораторных условий и получить дополнительную выручку.

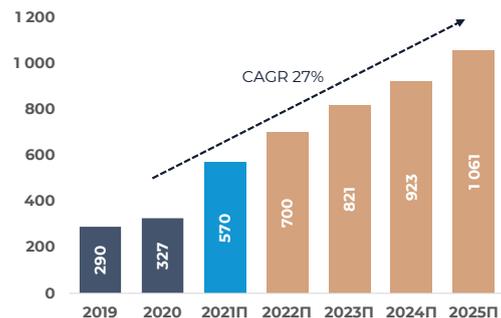
### Девайсы

Выручка от реализации устройств может увеличиться на 150% г/г по итогам 2021 г., достигнув более чем 9,3 млрд руб. Проникновение умных устройств и систем умного дома продолжится, что на наш взгляд, обеспечивает долгосрочный потенциал роста направления. Сейчас мы ожидаем среднегодовой рост выручки Девайсов 48% в течении 5 лет и выход на положительную EBITDA в 2023 г. Раньше мы полагали, что производство умных устройств является скорее имиджевым проектом и нужно для обеспечения связуемости экосистемы, что подразумевает практически нулевую рентабельность. Последние успехи компании показывают, что проект может приносить дополнительные средства, а не только расширять экосистему.

### Облачные и образовательные сервисы

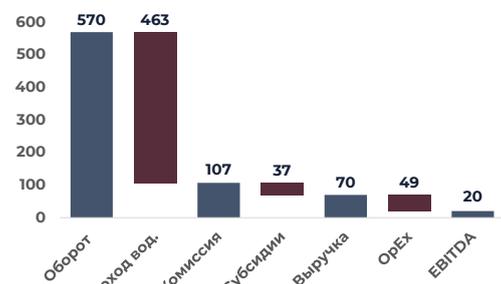
Значительный потенциал кроется в образовательных и облачных сервисах. В этом году эти бизнесы совокупно могут принести около 7,3 млрд руб. выручки, что почти на 200% больше результата прошлого года. Облачные сервисы остаются одним из самых быстрорастущих бизнесов Яндекса. По итогам 3К их выручка утроилась г/г, число клиентов выросло на 60% г/г, а run-rate на основе сентября составил 3,4 млрд руб. Рынок IaaS и PaaS в России может вырасти до 51 млрд руб. в 2023 г., что предполагает CAGR 2019-2023 гг. 23%. Мы думаем, что потенциал долгосрочного роста в направлениях облачных и образовательных сервисов еще значительный и по итогам 2025 г. их выручка может превысить 40 млрд руб., а EBITDA станет положительной даже с учетом расходов Дзена. Потенциальная рентабельность данных бизнесов довольно высокая и, на наш взгляд, может достигнуть 20-30%.

### Оборот Яндекс Такси, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Ожидаемая экономика Яндекс Такси в 2021 г. (B2C+B2B), млрд руб.



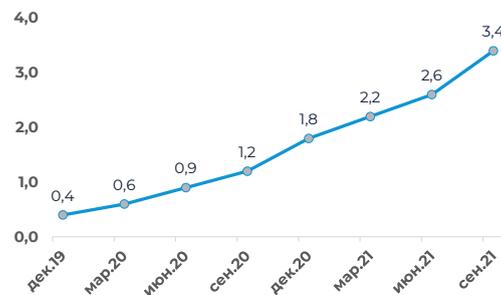
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Среднегодовое число подписчиков Яндекс Плюс, млн.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Аннуализированный run-rate выручки облачных сервисов Яндекса, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



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

| Компания                 | Страна         | MC            | EV            | EV/S        |             |             | EV/EBITDA    |              |              | P/E          |              |             |
|--------------------------|----------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                          |                |               |               | 2021        | 2022        | 2023        | 2021         | 2022         | 2023         | 2021         | 2022         | 2023        |
| <b>Яндекс</b>            | <b>Россия</b>  | <b>21 921</b> | <b>21 230</b> | <b>4,5</b>  | <b>3,2</b>  | <b>2,3</b>  | <b>59,3</b>  | <b>41,3</b>  | <b>20,8</b>  | <b>97,4</b>  | <b>73,8</b>  | <b>36,4</b> |
| VK                       | Россия         | 2 927         | 3 359         | 2,0         | 1,7         | 1,4         | 7,7          | 6,6          | 5,4          | neg          | 73,2         | 20,9        |
| <b>Холдинги</b>          |                |               |               |             |             |             |              |              |              |              |              |             |
| Alphabet                 | США            | 1 888 777     | 1 774 634     | 8,5         | 7,2         | 6,3         | 16,7         | 14,8         | 13,0         | 25,0         | 23,1         | 20,3        |
| Facebook                 | США            | 928 524       | 883 668       | 7,5         | 6,3         | 5,4         | 13,7         | 13,1         | 11,2         | 23,0         | 22,4         | 18,6        |
| IAC                      | США            | 11 234        | 8 890         | 2,6         | 2,3         | 2,0         | 69,7         | 67,9         | 30,9         | 20,1         | neg          | neg         |
| Tencent                  | Китай          | 529 454       | 552 999       | 6,2         | 5,3         | 4,6         | 19,4         | 16,8         | 14,8         | 25,8         | 22,2         | 18,1        |
| NetEase                  | Китай          | 62 904        | 53 742        | 3,9         | 3,3         | 2,9         | 17,7         | 14,9         | 12,7         | 22,9         | 19,2         | 16,6        |
| Baidu                    | Китай          | 49 456        | 37 995        | 2,0         | 1,7         | 1,5         | 10,6         | 8,7          | 6,7          | 17,3         | 15,5         | 12,6        |
| <b>Медиана</b>           |                |               |               | <b>5,1</b>  | <b>4,3</b>  | <b>3,7</b>  | <b>17,2</b>  | <b>14,8</b>  | <b>12,8</b>  | <b>23,0</b>  | <b>22,2</b>  | <b>18,1</b> |
| <b>Среднее</b>           |                |               |               | <b>5,1</b>  | <b>4,4</b>  | <b>3,8</b>  | <b>24,6</b>  | <b>22,7</b>  | <b>14,9</b>  | <b>22,3</b>  | <b>20,5</b>  | <b>17,2</b> |
| <b>Такси</b>             |                |               |               |             |             |             |              |              |              |              |              |             |
| Uber                     | США            | 76 984        | 81 791        | 4,8         | 3,1         | 2,5         | neg          | 57,5         | 22,8         | neg          | neg          | 46,0        |
| Lyft                     | США            | 12 971        | 11 561        | 3,6         | 2,6         | 2,1         | 125,3        | 23,2         | 13,6         | neg          | 50,7         | 20,0        |
| Didi                     | Китай          | 30 290        | 52 528        | 1,7         | 1,4         | 1,2         | -            | -            | -            | 57,9         | neg          | 47,2        |
| <b>Медиана</b>           |                |               |               | <b>3,6</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,1</b>  | <b>125,3</b> | <b>40,4</b>  | <b>18,2</b>  | <b>57,9</b>  | <b>50,7</b>  | <b>46,0</b> |
| <b>Среднее</b>           |                |               |               | <b>3,4</b>  | <b>2,4</b>  | <b>1,9</b>  | <b>125,3</b> | <b>40,4</b>  | <b>18,2</b>  | <b>57,9</b>  | <b>50,7</b>  | <b>37,7</b> |
| <b>Доставка еды</b>      |                |               |               |             |             |             |              |              |              |              |              |             |
| Delivery Hero            | Германия       | 25 396        | 26 819        | 4,0         | 2,6         | 1,9         | neg          | neg          | 282,8        | neg          | neg          | neg         |
| Deliveroo                | Великобритания | 5 357         | 4 905         | 2,0         | 1,6         | 1,2         | neg          | neg          | neg          | neg          | neg          | neg         |
| JustEat Takeaway         | Нидерланды     | 11 270        | 12 171        | 2,1         | 1,6         | 1,4         | neg          | neg          | 57,7         | neg          | neg          | neg         |
| DoorDash                 | США            | 51 050        | 47 256        | 9,7         | 7,9         | 6,3         | 147,7        | 104,1        | 51,2         | 355,8        | 234,2        | 92,8        |
| Meituan                  | Китай          | 172 410       | 162 794       | 5,8         | 4,2         | 3,3         | neg          | ext          | 53,4         | neg          | neg          | 81,9        |
| <b>Медиана</b>           |                |               |               | <b>4,0</b>  | <b>2,6</b>  | <b>1,9</b>  | <b>147,7</b> | <b>104,1</b> | <b>55,6</b>  | <b>355,8</b> | <b>234,2</b> | <b>87,3</b> |
| <b>Среднее</b>           |                |               |               | <b>4,7</b>  | <b>3,6</b>  | <b>2,8</b>  | <b>147,7</b> | <b>104,1</b> | <b>111,3</b> | <b>355,8</b> | <b>234,2</b> | <b>87,3</b> |
| <b>Онлайн-торговля</b>   |                |               |               |             |             |             |              |              |              |              |              |             |
| Amazon                   | США            | 1 724 479     | 1 775 019     | 3,8         | 3,2         | 2,7         | 25,5         | 21,0         | 16,2         | 53,0         | 45,9         | 31,0        |
| eBay                     | США            | 40 083        | 43 627        | 4,2         | 4,0         | 3,8         | 11,0         | 10,6         | 9,9          | 15,2         | 14,9         | 13,4        |
| Rakuten                  | Япония         | 15 479        | 564           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | neg          | 0,4          | 0,2          | neg          | neg          | 52,9        |
| Asos                     | Великобритания | 2 906         | 3 077         | 0,5         | 0,5         | 0,4         | 7,6          | 6,2          | 5,4          | 22,4         | 17,2         | 13,8        |
| Zalando                  | Германия       | 20 289        | 20 000        | 1,7         | 1,4         | 1,2         | 25,8         | 23,6         | 19,1         | 69,8         | 63,3         | 44,5        |
| Farfetch                 | Великобритания | 11 482        | 11 004        | 4,9         | 3,8         | 3,0         | ext          | 93,3         | 43,9         | 9,0          | neg          | neg         |
| Wayfair                  | США            | 21 095        | 22 619        | 1,6         | 1,5         | 1,2         | 35,6         | 41,7         | 21,7         | 73,5         | 194,8        | 57,2        |
| Chewy                    | США            | 22 889        | 22 563        | 2,5         | 2,1         | 1,8         | 207,0        | 158,3        | 66,1         | neg          | 449,2        | 118,6       |
| Coupang                  | Ю. Корея       | 51 055        | 55 039        | 3,0         | 2,2         | 1,8         | neg          | neg          | ext          | neg          | neg          | neg         |
| Ozon                     | Россия         | 6 744         | 6 744         | 2,9         | 1,7         | 1,1         | neg          | neg          | neg          | neg          | neg          | neg         |
| Alibaba Group            | Китай          | 331 003       | 267 573       | 2,0         | 1,7         | 1,4         | 10,1         | 8,5          | 7,1          | 14,4         | 12,6         | 10,4        |
| JD.com                   | Китай          | 110 750       | 92 301        | 0,6         | 0,5         | 0,4         | 36,0         | 21,7         | 14,2         | 43,3         | 31,6         | 21,1        |
| Pinduoduo                | Китай          | 72 766        | 59 506        | 3,9         | 2,9         | 2,2         | 92,3         | 36,7         | 18,1         | 70,6         | 37,7         | 19,4        |
| VIP.com                  | Китай          | 5 624         | 3 754         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 3,6          | 3,0          | 2,7          | 5,9          | 5,4          | 5,1         |
| Sea                      | Сингапур       | 118 024       | 110 333       | 11,4        | 7,6         | 5,7         | neg          | ext          | 71,3         | neg          | neg          | neg         |
| Mercado libre            | Аргентина      | 59 923        | 61 020        | 8,7         | 6,5         | 5,0         | 88,8         | 67,4         | 42,9         | 387,8        | 146,2        | 83,9        |
| Allegro                  | Польша         | 9 403         | 10 382        | 8,0         | 6,5         | 5,2         | 20,3         | 18,7         | 15,3         | 32,4         | 31,7         | 25,5        |
| B2W                      | Бразилия       | 4 966         | 6 162         | 1,2         | 1,0         | 0,9         | 11,0         | 8,7          | 7,3          | 74,0         | 95,2         | 35,4        |
| <b>Медиана</b>           |                |               |               | <b>2,7</b>  | <b>1,9</b>  | <b>1,6</b>  | <b>25,5</b>  | <b>21,0</b>  | <b>15,7</b>  | <b>43,3</b>  | <b>37,7</b>  | <b>28,2</b> |
| <b>Среднее</b>           |                |               |               | <b>3,4</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,1</b>  | <b>44,2</b>  | <b>34,7</b>  | <b>22,6</b>  | <b>67,0</b>  | <b>88,1</b>  | <b>38,0</b> |
| <b>Онлайн-объявления</b> |                |               |               |             |             |             |              |              |              |              |              |             |
| Zillow                   | США            | 15 825        | 17 254        | 2,6         | 2,4         | 6,3         | 522,1        | 30,4         | 15,9         | neg          | 62,9         | 20,0        |
| Scout24                  | Германия       | 5 644         | 5 172         | 11,8        | 10,6        | 9,4         | 20,8         | 19,2         | 16,9         | 38,7         | 34,9         | 30,8        |
| REA Group                | Австрия        | 14 851        | 15 132        | 18,8        | 16,7        | 15,2        | 31,5         | 27,6         | 24,9         | 52,5         | 43,4         | 37,7        |
| Auto Trader              | Великобритания | 8 946         | 8 949         | 16,1        | 15,0        | 13,8        | 22,3         | 20,6         | 18,8         | 28,6         | 26,3         | 25,5        |
| Cargurus                 | США            | 3 819         | 3 626         | 4,1         | 2,9         | 2,3         | 15,3         | 14,4         | 13,0         | 22,3         | 21,7         | 20,3        |
| Upwork                   | США            | 4 384         | 4 272         | 8,6         | 6,9         | 5,6         | 216,9        | 107,3        | 54,0         | ext          | 180,1        | 69,2        |
| Adevinta                 | Норвегия       | 15 638        | 18 245        | 13,7        | 9,1         | 7,9         | 43,1         | 25,9         | 20,8         | 117,7        | 49,6         | 34,5        |
| HeadHunter               | Россия         | 2 654         | 2 654         | 12,7        | 9,9         | 8,0         | 22,9         | 17,8         | 14,2         | 34,7         | 26,5         | 19,7        |
| Info Edge                | Индия          | 8 749         | 8 689         | 45,5        | 37,1        | 31,0        | 147,8        | 108,2        | 78,5         | 152,4        | 115,4        | 82,5        |
| Autohome                 | Китай          | 3 673         | 654           | 0,6         | 0,5         | 0,5         | 1,5          | 1,4          | 1,2          | 9,0          | 8,1          | 7,8         |
| <b>Медиана</b>           |                |               |               | <b>12,2</b> | <b>9,5</b>  | <b>8,0</b>  | <b>27,2</b>  | <b>23,2</b>  | <b>17,9</b>  | <b>36,7</b>  | <b>39,1</b>  | <b>28,1</b> |
| <b>Среднее</b>           |                |               |               | <b>13,4</b> | <b>11,1</b> | <b>10,0</b> | <b>104,4</b> | <b>37,3</b>  | <b>25,8</b>  | <b>57,0</b>  | <b>56,9</b>  | <b>34,8</b> |



## Финансовая модель Яндекса

| Отчет о прибылях и убытках, млн RUB | 2020 (Ф)       | 2021 (П)        | 2022 (П)        | 2023 (П)        |
|-------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Выручка</b>                      | <b>218 344</b> | <b>348 887</b>  | <b>492 899</b>  | <b>671 992</b>  |
| Операционные расходы                | (202 673)      | (371 474)       | (522 741)       | (689 661)       |
| Расходы SBC                         | (15 728)       | (25 131)        | (35 505)        | (48 406)        |
| <b>Скор. EBITDA</b>                 | <b>49 348</b>  | <b>26 482</b>   | <b>38 010</b>   | <b>75 734</b>   |
| Амортизация и корректировки         | (17 687)       | (23 938)        | (32 347)        | (44 998)        |
| <b>ЕВИТ</b>                         | <b>15 671</b>  | <b>(22 587)</b> | <b>(29 842)</b> | <b>(17 669)</b> |
| Прочие доходы/расходы               | 20 872         | 11 616          | 12 267          | 12 774          |
| <b>Прибыль до налогообложения</b>   | <b>36 543</b>  | <b>(10 971)</b> | <b>(17 576)</b> | <b>(4 894)</b>  |
| Налог на прибыль                    | (13 193)       | 2 523           | 4 042           | 1 126           |
| Доля миноритариев                   | (1 363)        | 0               | 0               | 0               |
| <b>Скор. чистая прибыль</b>         | <b>20 399</b>  | <b>16 684</b>   | <b>21 972</b>   | <b>44 637</b>   |

| Баланс, млн RUB                      | 2020 (Ф)       | 2021 (П)       | 2022 (П)       | 2023 (П)       |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Внеоборотные активы</b>           | <b>225 211</b> | <b>243 797</b> | <b>278 238</b> | <b>330 916</b> |
| Основные средства и НМА              | 83 614         | 102 200        | 136 641        | 189 319        |
| Прочие внеоборотные активы           | 141 597        | 141 597        | 141 597        | 141 597        |
| <b>Оборотные активы</b>              | <b>290 401</b> | <b>306 665</b> | <b>319 361</b> | <b>339 090</b> |
| Оборотные активы                     | 30 250         | 40 293         | 56 903         | 77 332         |
| Краткосрочные инвестиции и прочие ОА | 127 753        | 127 753        | 127 753        | 127 753        |
| Денежные средства и эквиваленты      | 132 398        | 138 619        | 134 705        | 134 004        |
| <b>Итого активы</b>                  | <b>515 612</b> | <b>550 462</b> | <b>597 599</b> | <b>670 006</b> |
| <b>Средства акционеров</b>           | <b>344 935</b> | <b>361 619</b> | <b>383 591</b> | <b>428 228</b> |
| Акционерный капитал                  | 324 841        | 341 525        | 363 497        | 408 134        |
| Доля миноритариев                    | 20 094         | 20 094         | 20 094         | 20 094         |
| <b>Долгосрочные обязательства</b>    | <b>107 825</b> | <b>107 825</b> | <b>107 825</b> | <b>107 825</b> |
| Долгосрочные кредиты и займы         | 83 277         | 83 277         | 83 277         | 83 277         |
| Прочие долгосрочные обязательства    | 24 548         | 24 548         | 24 548         | 24 548         |
| <b>Краткосрочные обязательства</b>   | <b>62 852</b>  | <b>81 018</b>  | <b>106 184</b> | <b>133 953</b> |
| Краткосрочные займы                  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Оборотные обязательства              | 62 852         | 81 018         | 106 184        | 133 953        |
| <b>Итого пассивы</b>                 | <b>515 612</b> | <b>550 462</b> | <b>597 599</b> | <b>670 006</b> |

| Движение денежных средств, млн RUB | 2020 (Ф)         | 2021 (П)        | 2022 (П)        | 2023 (П)        |
|------------------------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Основная деятельность</b>       | <b>32 604</b>    | <b>48 745</b>   | <b>62 874</b>   | <b>96 975</b>   |
| Чистая прибыль                     | 23 350           | (8 448)         | (13 533)        | (3 769)         |
| Амортизация                        | 22 367           | 23 938          | 32 347          | 44 998          |
| Расходы SBC                        | 15 728           | 25 131          | 35 505          | 48 406          |
| Изменение оборотного капитала      | (20 509)         | 8 123           | 8 556           | 7 340           |
| Прочее                             | (8 332)          | 0               | 0               | 0               |
| <b>Инвестиционная деятельность</b> | <b>(119 947)</b> | <b>(42 524)</b> | <b>(66 788)</b> | <b>(97 676)</b> |
| Приобретение внеоборотных активов  | (24 551)         | (42 524)        | (66 788)        | (97 676)        |
| Покупка/продажа фин. активов       | (15)             | 0               | 0               | 0               |
| Прочее                             | (95 381)         | 0               | 0               | 0               |
| <b>Финансовая деятельность</b>     | <b>139 676</b>   | <b>0</b>        | <b>0</b>        | <b>0</b>        |
| Изменение долга                    | 82 046           | 0               | 0               | 0               |
| Выкуп акций                        | (10 165)         | 0               | 0               | 0               |
| Выпуск новых акций                 | 72 650           | 0               | 0               | 0               |
| Прочее                             | (4 855)          | 0               | 0               | 0               |
| <b>Изменение денежных средств</b>  | <b>75 993</b>    | <b>6 221</b>    | <b>(3 913)</b>  | <b>(701)</b>    |

| WACC                   |              |
|------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка     | 8,0%         |
| Премия рынка за риск   | 7,0%         |
| Налоговая ставка       | 20%          |
| <b>Стоимость СК</b>    | <b>14,4%</b> |
| Beta                   | 0,84         |
| <b>Стоимость долга</b> | <b>0,8%</b>  |
| Доля СК                | 95%          |
| Доля долга             | 5%           |
| <b>WACC</b>            | <b>13,7%</b> |

| Свободный денежный поток, млн RUB      | 2021 (П)       | 2022 (П)        | 2023 (П)        | 2024 (П)      |
|--|----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| <b>Скор. EBIT</b>                      | <b>2 544</b>   | <b>5 663</b>    | <b>30 737</b>   | <b>61 278</b> |
| 1-ставка налога                        | 80,0%          | 80,0%           | 80,0%           | 80,0%         |
| Изменение ОК                           | (8 123)        | (8 556)         | (7 340)         | (7 426)       |
| Амортизация                            | 23 938         | 32 347          | 44 998          | 61 109        |
| Кап. затраты                           | 42 524         | 66 788          | 97 676          | 111 776       |
| <b>Свободный денежный поток (FCFF)</b> | <b>(8 427)</b> | <b>(21 355)</b> | <b>(20 749)</b> | <b>5 782</b>  |

| Оценка стоимости акций, млн RUB             |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|------------------|
| Рост в ПП период                            | 7,0%             |                  |                  |
| Сумма ДДП (+)                               | 387 162          |                  |                  |
| Терминальная стоимость (+)                  | 1 394 853        |                  |                  |
| <b>Стоимость бизнеса компании</b>           | <b>1 782 015</b> |                  |                  |
| Стоимость чистого долга (-)                 | (51 065)         |                  |                  |
| Доля миноритарных акционеров (-)            | 14 853           |                  |                  |
|   | 01.01.2021       | 22.12.2021       | 12mo             |
| <b>Спр. стоимость акционерного капитала</b> | <b>1 818 227</b> | <b>2 072 869</b> | <b>2 370 512</b> |
| Количество акций                            |                  |                  | 359              |
| <b>Справедливая стоимость акций, руб.</b>   |                  |                  | <b>6 6П</b>      |

| Рыночные мультипликаторы, x | 2020 (Ф) | 2021 (П) | 2022 (П) | 2023 (П) |
|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|
| EV/Sales                    | 5,2      | 4,0      | 2,8      | 2,1      |
| EV/EBITDA                   | 22,8     | 52,1     | 36,4     | 18,3     |
| EV/EBIT                     | 71,8     | -61,1    | -46,4    | -78,4    |
| P/E                         | 62,7     | 92,4     | 70,2     | 34,5     |
| P/BV                        | 2,5      | 2,8      | 2,6      | 2,3      |
| FCF Yield                   | -2%      | 0%       | 0%       | 0%       |
| EPS, RUB                    | 59,9     | 49,0     | 64,5     | 131,0    |

| Кoeffициенты                        | 2020 (Ф)    | 2021 (П)    | 2022 (П)    | 2023 (П)    |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Рентабельность скор. EBITDA</b>  | <b>23%</b>  | <b>8%</b>   | <b>8%</b>   | <b>11%</b>  |
| Рентабельность скор. чистой прибыли | 9%          | 5%          | 4%          | 7%          |
| Кап. затраты / выручка              | 11%         | 12%         | 13%         | 14%         |
| ROA                                 | 5%          | 3%          | 4%          | 7%          |
| ROE                                 | 7%          | 5%          | 6%          | 11%         |
| ROIC                                | 7%          | 0%          | 7%          | 5%          |
| <b>Чистый долг/Скор. EBITDA, x</b>  | <b>-3,1</b> | <b>-6,1</b> | <b>-4,1</b> | <b>-2,1</b> |



## 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 2021 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

## Аналитический департамент

**Евгений Шиленков**  
Директор департамента  
[EShilenkov@veles-capital.ru](mailto:EShilenkov@veles-capital.ru)

**Алексей Никогосов**  
Старший трейдер  
[ANikogosov@veles-capital.ru](mailto:ANikogosov@veles-capital.ru)

**Владимир Наумов**  
Трейдер  
[VNaumov@veles-capital.ru](mailto:VNaumov@veles-capital.ru)

**Ярослав Калугин**  
Трейдер  
[YKalugin@veles-capital.ru](mailto:YKalugin@veles-capital.ru)

**Иван Манаенко**  
Директор департамента  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

**Юрий Кравченко**  
Банковский сектор, Денежный рынок  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

**Артем Михайлин**  
Телекоммуникации, IT,  
Потребительский сектор  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

**Василий Данилов**  
Металлургия, Глобальные рынки  
[VDanilov@veles-capital.ru](mailto:VDanilov@veles-capital.ru)

**Елена Кожухова**  
Рынок акций, Драгоценные металлы  
[EKozhukhova@veles-capital.ru](mailto:EKozhukhova@veles-capital.ru)

**Сергей Жителев**  
Золото, Глобальные рынки  
[SZhitelev@veles-capital.ru](mailto:SZhitelev@veles-capital.ru)

**Эльза Газизова**  
Майнинг  
[EGazizova@veles-capital.ru](mailto: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](http://www.veles-capital.ru)