

ПАО «ЭСЭФАЙ» (SFI)

Раскрытие стоимости продолжается

Мы провели переоценку справедливой стоимости ПАО «ЭсЭфАй» (далее – SFI) с учетом планируемого погашения пакета квазиказначейских акций, состоявшегося IPO Европлана и финансовых результатов компаний холдинга. Несмотря на рост цены акции в три раза с начала года, мы считаем, что потенциал роста реализован еще не полностью и рекомендуем «ПОКУПАТЬ» акции SFI.

Погашение квазиказначейского пакета акций

Акционеры SFI 5 апреля одобрили погашение 61,4 млн квазиказначейских акций (55% капитала), после погашения в обращении останется 50,2 млн акций компании. Совместно с погашением акционеры одобрили реорганизацию по присоединению дочерней «ЭсЭфАй Трейдинг». Таким образом, погашение акций позволит значительно упростить структуру капитала и повысить ожидаемые дивиденды на акцию: после погашения ожидаемая прибыль на акцию в 2024 г. составит 133 руб., а ожидаемый дивиденд на акцию – 100 руб., что соответствует дивидендной доходности в 6,4%.

Актуализация стоимости активов – IPO Европлана

29 марта по верхней границе прошло IPO ключевого актива холдинга – Европлана. В результате размещения было предложено 15 млн акций (12,5% от капитала), что соответствует 13,1 млрд руб. В ходе размещения новые акции не выпускались, и все средства перешли на баланс SFI. В результате размещения Европлан был оценен в 105 млрд руб., а в настоящий момент его рыночная стоимость достигла 125 млрд руб. Ввиду наличия публичной стоимости акций Европлана мы будем использовать ее в качестве справедливой оценки в расчете стоимости холдинга.

Дорога к включению в индекс Мосбиржи открыта

В свободном обращении находится 11,9 млн акций SFI, при этом до погашения это соответствовало 10,7% от общего количества акций, а после погашения будет соответствовать уже 23,7%, что открывает дорогу к включению бумаг в индекс Мосбиржи.

Дальнейшая реализация стратегии повысит стоимость

В стратегии развития холдинга SFI на 2021-2026 гг. имеется пять основных шагов:

- реструктуризация и постепенное погашение долга, привлеченного для проведения программы обратного выкупа акций;
- сокращение казначейского и квазиказначейского пакетов акций;
- повышение информационной открытости холдинга, усиление компетенций в области связей с инвесторами;
- максимизация синергетического эффекта между портфельными активами;
- активный поиск новых объектов для приобретения.

Отмечая заметные сдвиги по первым трем шагам по итогам проведения IPO Европлана и погашения квазиказначейского пакета, мы ожидаем выгодных инвестиций в новые объекты со стороны холдинга, что дополнительно сможет повысить его стоимость.

Потенциал для сокращения дисконта

С начала 2024 г. дисконт к сумме частей планомерно сокращался на ожиданиях погашения казначейского пакета и IPO Европлана и достиг минимального значения на официальном объявлении об IPO – 34%. После этого дисконт начал расширяться и закрепился в районе 50%. Мы считаем такой рост необоснованным и ожидаем постепенное снижение дисконта по мере реализации стратегии развития.

Сергей Либин

Sergey.Libin@gazprombank.ru

ТИКЕР	SFIN RX
Цена закрытия, руб.	1 568
Целевая цена, руб.	2 560
Потенциал роста	63%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

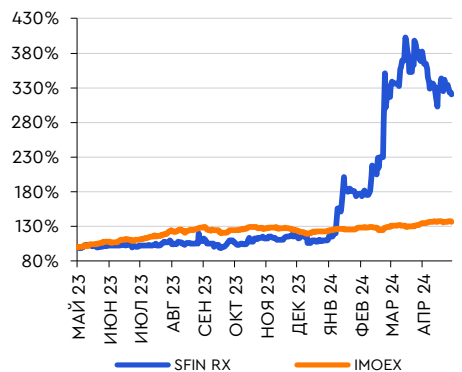
Источник: открытые источники, Газпромбанк

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Рын. кап., млрд руб.	78,8
Чист. долг, млрд руб.	-5
EV, млрд руб.	73,8
Макс. за 52 нед., руб.	2 074
Мин. за 52 нед., руб.	465

Источник: открытые источники, Газпромбанк

Динамика котировок SFI и индекса Мосбиржи



Источник: Мосбиржа

Ребалансировка активов

В апреле 2024 г. SFI осуществил продажу 3,9 млн акций Русснефти, в результате чего доля владения сократилась с 11,2% до 9,8%. По нашим оценкам, объем поступлений от реализации пакета мог составить около 1 млрд руб. Мы не исключаем возможности дальнейшей ребалансировки миноритарных пакетов, находящихся в портфеле SFI.

Входящие дивиденды

В 2023 г. ключевые компании холдинга вернулись к практике стабильных дивидендных выплат. В течение 2023 г. суммарные выплаты от дочерних компаний составили 6,7 млрд руб.

Согласно дивидендной политике, Европлан будет выплачивать не менее 50% чистой прибыли по МСФО не реже одного раза в год. Мы консервативно предполагаем, что коэффициент дивидендных выплат Европлана будет составлять 50%, и рассматриваем потенциальное повышение выплат как дополнительный драйвер роста стоимости SFI. Мы также прогнозируем коэффициент выплат ВСК в размере 50% от чистой прибыли по МСФО на всем горизонте планирования. Наконец, мы прогнозируем, что М.Видео возобновит выплаты дивидендов в объеме 100% чистой прибыли по МСФО начиная с 2025 г. Таким образом, по нашим оценкам, объем дивидендов, получаемых SFI от дочерних компаний, будет расти среднегодовым темпом на уровне 19% в течение 5 лет и в 2028 г. составит 15,7 млрд руб.

Оценка объема дивидендных поступлений SFI от дочерних компаний

	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Входящие дивиденды	6,7	8,3	11,8	12,7	14,2	15,7
в т.ч.:						
Европлан	5,8	6,5	7,5	8,7	9,8	10,5
ВСК	1,0	1,9	4,0	3,6	4,0	4,6
М.Видео	0,0	0,0	0,3	0,4	0,5	0,5

Источник: Газпромбанк

Исходящие дивиденды

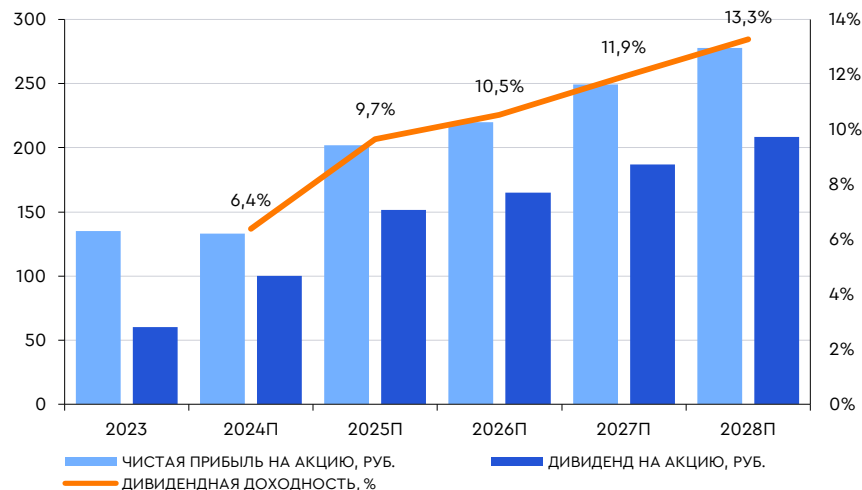
Согласно дивидендной политике, SFI планирует выплачивать не менее 75% чистой прибыли или свободного денежного потока при условии получения дивидендов от дочерних компаний. В 2023 г. SFI выплатил промежуточные дивиденды по итогам 9М23 в размере 39,42 руб./акц., а в начале мая совет директоров рекомендовал финальный дивиденд за 2023 г. в размере 20,6 руб./акц., закрытие реестра акционеров для его получения ожидается 17 июня.

Таким образом, совокупный дивиденд на акцию за 2023 г. составит 60,02 руб., а общий объем дивидендов за 2023 г. достигнет 6,7 млрд руб., что эквивалентно 99% чистой прибыли холдинга за отчетный период.

Мы расцениваем выплату почти 100% чистой прибыли в виде дивидендов как позитивный сигнал для рынка. В целях моделирования мы придерживаемся нижней границы коэффициента дивидендных выплат – 75% прибыли, однако отмечаем, что сохранение коэффициента на более высоком уровне может быть воспринято как дружественный к акционерам жест и способствовать сокращению холдингового дисконта.

Отметим, что по итогам 2024 г. дивиденды будут распределяться уже с учетом погашения квазиказначейского пакета, то есть на меньшее количество акций. По нашим оценкам, дивиденд на акцию по итогам 2024 г. составит 100 руб. (доходность 6,4%) и будет расти среднегодовым темпом на уровне 20% в течение 5 лет. В таком случае по итогам 2028 г. дивиденд на акцию составит 208 руб. (доходность 13,3%).

Прогноз дивидендных выплат и доходности SFI



Источник: Газпромбанк

Оценка

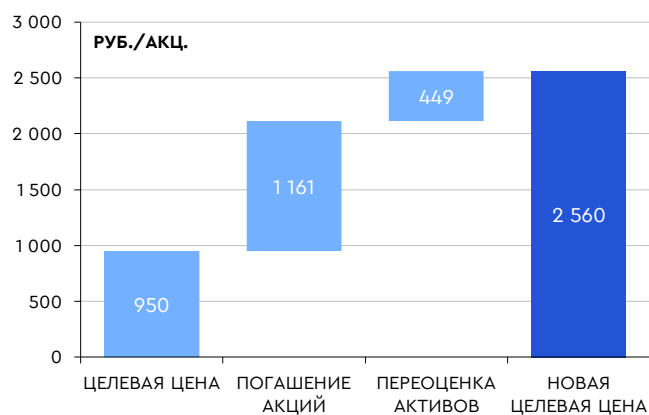
Мы провели переоценку справедливой стоимости SFI, принимая во внимание следующие факторы:

- Погашение квазиказначейского пакета акций;
- Оценка пакета в Европлане по рыночной стоимости после IPO;
- Изменение чистого долга с учетом привлеченных средств в ходе IPO Европлана и продажи пакета в Русснефти;
- Переоценка справедливой стоимости ВСК с учетом опубликованной отчетности за 2023 г.;
- Увеличение целевого дисконта к сумме частей с 10% до 20% в целях консервативности.

Отметим, что основным фактором, повлиявшим на рост справедливой стоимости, стало погашение квазиказначейского пакета.

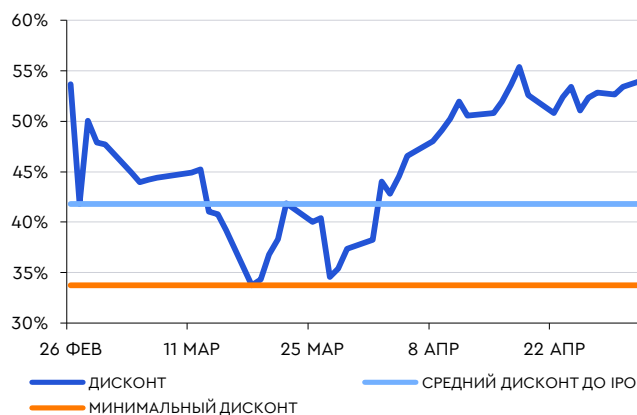
Дисконт к сумме чистых активов начал снижаться с конца февраля 2024 г. на ожиданиях погашения квазиказначейских акций и IPO Европлана и достиг наименьшего значения (34%) в день IPO Европлана, после чего вновь превысил 50%. Мы считаем текущий уровень холдингового дисконта необоснованным и полагаем, что такие факторы, как качественный набор активов и прозрачная структура владения, справедливое распределение стоимости для миноритарных акционеров и низкий уровень холдинговых расходов, должны способствовать его снижению.

Переоценка стоимости акций SFI



Источник: данные компании

Динамика дисконта стоимости SFI к СЧА с даты объявления о погашении



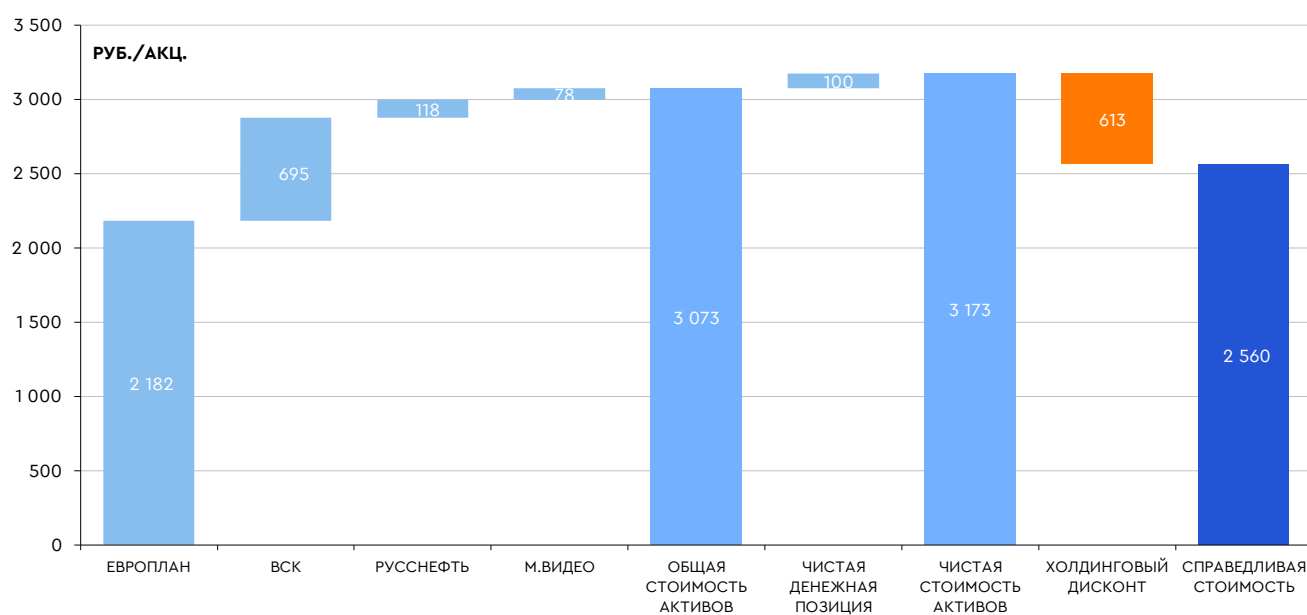
Источник: данные компании

Оценка справедливой стоимости методом суммы частей

	ДОЛЯ ВЛАДЕНИЯ	МЕТОД ОЦЕНКИ	СПРАВЕДЛИВАЯ СТОИМОСТЬ, МЛРД РУБ.	ДОЛЯ SFI, МЛРД РУБ.	НА АКЦИЮ SFI, РУБ.
Европлан	87,5%	Рыночная стоимость	125,3	109,6	2 182
ВСК	49%	ЭДС	71,3	34,9	695
Русснефть	9,8%	Рыночная стоимость	60,2	5,9	118
М.Видео	10,4%	Рыночная стоимость	37,7	3,9	78
Общая стоимость активов				154,4	3 073
Чистый долг				5,0	100
Чистая стоимость активов				159,4	3 173
Холдинговый дисконт			-20%	-30,8	-613
Справедливая стоимость				128,6	2 560

Источник: Газпромбанк

Вклад активов в формирование справедливой стоимости



Источник: Газпромбанк

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2024. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ был подготовлен в соответствии с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ был подготовлен на основании возмездного договора с эмитентом, в связи с чем настоящим Газпромбанк заявляет о возможности возникновения конфликта интересов, связанного с выполнением Газпромбанком обязательств по вышеуказанному договору.

Вместе с тем в целях выявления конфликтов интересов, предотвращения возникновения и реализации конфликтов интересов, а также управления ими Газпромбанк принимает все разумные меры.

Подробная информация о конфликтах интересов, меры по выявлению и контролю конфликтов интересов, а также предотвращению их последствий установлены в «Правилах управления конфликтом интересов при осуществлении Банком ГПБ (АО) профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг», которые размещены на официальном сайте Банка в сети Интернет.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием, включая ситуации, когда доля Газпромбанка в капитале эмитента, информация о котором приведена в настоящем документе, может составлять более 0,5% акций от общего акционерного капитала эмитента.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подлиске на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.