



Российские акции / Финансовые услуги

## CarMoney - выход на биржу

IPO

### CarMoney (ПАО «СТГ»)

Торговая площадка	Московская Биржа
Диапазон цены акций	--
Объем размещения	до 0,6 млрд руб.
Капитализация	--
Тикер	--

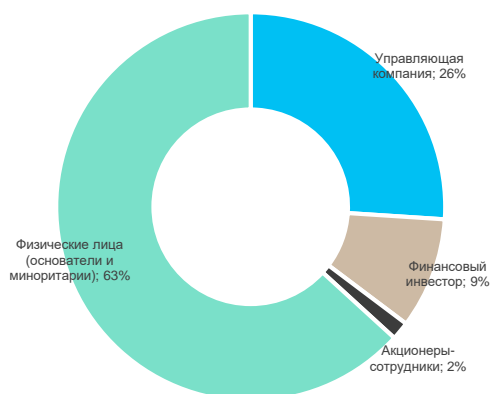
### Основные финансовые показатели

Отчетный год	2020	2021	2022
<b>Финансовые показатели</b>			
Процентные доходы, млн руб.	2 296	2 455	2 476
рост, г/г	22%	7%	1%
Прибыль до налогов, млн руб.	311	363	479
рост, г/г	66%	17%	32%
Чистая прибыль, млн руб.	206	242	403
Чистая прибыль, г/г	43%	17%	66%
<b>Коэффициенты и мультипликаторы</b>			
ROE	32%	21%	23%
Активы / Капитал	3,4x	2,7x	2,5x

Источники: данные компании, прогнозы и расчеты Открытие Research

- CarMoney – частная российская финтех-компания по предоставлению услуг займов под залог автомобилей. Основанная в 2016 году сегодня CarMoney является лидирующим игроком в своем сегменте рынка по количеству выданных займов. Компания предоставляет услуги преимущественно в онлайн формате, бизнес представлен в 72 регионах РФ, основными клиентами являются частные лица и индивидуальные предприниматели.
- Компания работает на динамично развивающемся рынке с большими перспективами дальнейшего роста. Потенциал свободного сегмента рынка кредитных продуктов (незанятая банками и традиционными МФО ниша) для CarMoney может быть оценен более чем в 130 млрд рублей, что подразумевает возможность многократного роста кредитного портфеля и чистой прибыли в следующие 5 лет.
- CarMoney располагает собственной интегрированной технологической инфраструктурой (мобильное приложение, модули маркетинга, управления рисками, система клиентского сервиса и технология взыскания). Это позволяет контролировать весь цикл бизнес-процессов в 24/7-онлайн режиме с наименьшими затратами, что, в конечном итоге, формирует возможность для эффективного масштабирования бизнеса и выгодно выделяет компанию среди конкурентов.
- Бизнес-модель CarMoney показала свою эффективность и устойчивость в условиях экстремальных стресс-тестов периода пандемии 2020 года и геополитического кризиса, начавшегося в 2022 году. В указанные периоды компания продолжала наращивать кредитный портфель и генерировать чистую прибыль в отличие от подавляющего большинства финансовых институтов.
- Несмотря на непродолжительную историю и динамично растущий профиль, CarMoney последние 4 года зарабатывает чистую прибыль, а в 2023 году может выйти на рекордный результат. При этом, в среднесрочной перспективе менеджмент планирует направлять акционерам до 50% от чистой прибыли в форме дивидендов, сохраняя баланс между ростом кредитного портфеля и достаточностью регуляторного капитала.
- CarMoney планирует выйти на публичный рынок акционерного капитала через механизм прямого листинга на Московской бирже в начале июля 2023 года в зависимости от рыночной конъюнктуры. Сделка предполагает выставление серии заявок в рамках широкого диапазона цен через равные промежутки, общий размер которых составит до 600 млн руб. В конечном итоге привлеченные средства планируется направить на дальнейшее расширение бизнеса – увеличение размера собственного капитала для последующего наращивания кредитного портфеля.

Диаграмма 1. Структура акционеров «CarMoney»



Источники: данные компании

### О компании

Компания CarMoney (эмитент ПАО «СТГ», единственный владелец ООО МФК «КарМани») – российский финтех-бизнес в области займов под залог автомобиля. Проект CarMoney основан предпринимателем и инвестором Антоном Зиновьевым в 2016 году и на текущий момент компания является одним из наиболее известных игроков на рынке автозаймов, присутствуя на федеральном уровне в 72 регионах РФ. Бизнес-модель CarMoney заключается в предоставлении клиентам ссуды под залог паспорта транспортного средства (ПТС), при этом автомобиль остается в пользовании и собственности владельца. Сегодня более 85% заявок кредитных заявок оформляются в онлайн-формате, а остальные - через сеть партнерских офисов (более 2000 шт.) Онлайн-сервис CarMoney имеет собственную автоматизированную систему обработки заявок, скоринга, фиксации залога и выдачи займов, при этом среднее время от подачи заявки до перечисления денежных средств на счет клиента составляет всего 23 минуты.

Основной продукт CarMoney – автозайм, в текущей линейке присутствует 5 типов данных продуктов. Как правило, это займы до 1 млн рублей под залог автомобиля сроком до 4 лет с платежами 1 раз в месяц. В 2022 году средний объем выданного займа составлял 277 тыс. руб. при средней стоимости залога 856 тыс. руб. Помимо этого компания также развивает беззалоговые продукты – небольшие суммы на короткий срок и высокую ставку, по итогам 1 квартала 2023 данное направление не превышает 3% по портфелю, но предполагается рост до 15% на горизонте 5 лет. Клиентами компании, как правило, являются финансово-грамотные люди, имеющие в собственности необремененное транспортное средство, привлекающие средства на личные нужды, а также на бизнес-цели (около 30% клиентов это индивидуальные предприниматели и самозанятые). Помимо кратного запаса прочности по обеспечению займа залогом, CarMoney снижает кредитные риски путем мониторинга долговой нагрузки клиента – так, ежемесячный платеж по кредиту составляет около 15% от дохода заемщика.

CarMoney зарегистрирована как микрофинансовая компания, имеет соответствующую лицензию и подлежит регулированию со стороны ЦБ РФ. В 2017 году компания разместила дебютные облигации, тогда как в настоящий момент в обращении находятся два выпуска (а еще три были своевременно погашены). CarMoney входит в Топ-10 игроков согласно рэнкингу МФО от «Эксперт РА» по общему размеру портфеля микрозаймов на 01.07.2022. Текущий кредитный рейтинг: «ruBB-», прогноз «Развивающийся».

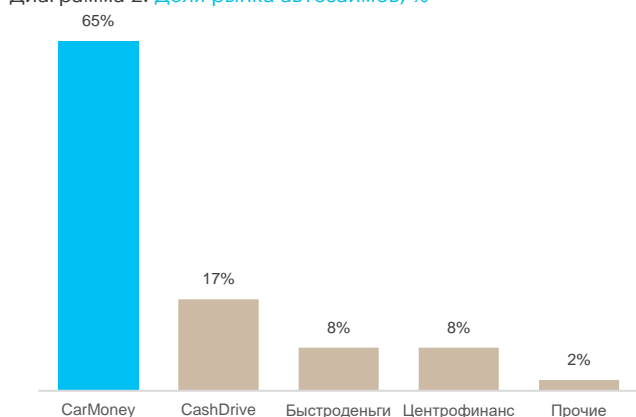
Компания рассматривает возможность размещения акций на Мосбирже в том числе как инструмент привлечения финансирования для снятия давления на регуляторный капитал – важный этап в развитии бизнеса компании, который открывает возможность значительно нарастить кредитный портфель.

### Факторы инвестиционной привлекательности CarMoney

- **Лидирующие позиции на динамично развивающемся рынке.** CarMoney является лидером рынка займов под залог автомобилей в своем сегменте. Портфель компании насчитывает более 20 тыс. активных займов, что в 2 раза опережает всех остальных конкурентов вместе взятых. При этом CarMoney таргетирует для себя уникальную нишу между традиционными МФО и коммерческими банками: для клиентов компании финансовые продукты компании дешевле, чем в МФО, и при этом быстрее и доступнее, чем в банках. При среднем чеке автозайма в 277 тыс. руб., ставке выше 40% и более 7 млн единиц доступных для залога автомобилей, CarMoney оценивает данный сегмент рынка в 132 млрд руб., что при текущем портфеле кредитов в 4,7 млрд руб. (за вычетом резерва) подразумевает потенциал многократного роста. К тому же, даже при текущей доле рынка в 4%,

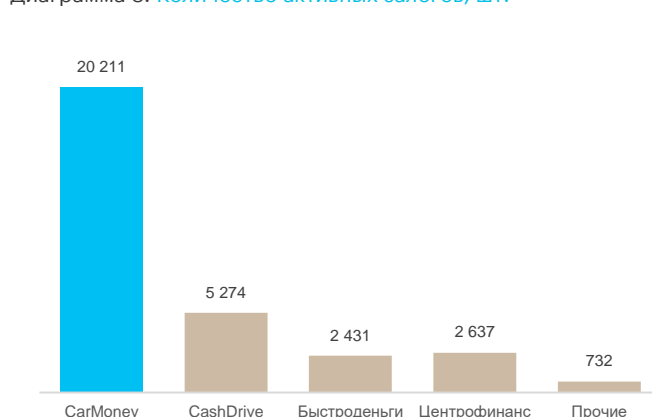
CarMoney уже является безоговорочным лидером, особенно на фоне МФО, по-прежнему работающих оффлайн. Таким образом, планомерный захват рынка и рост кредитного портфеля может транслироваться в опережающий рост чистой прибыли компании и создания дополнительной акционерной стоимости.

Диаграмма 2. Доля рынка автозаймов, %



Источники: данные компании

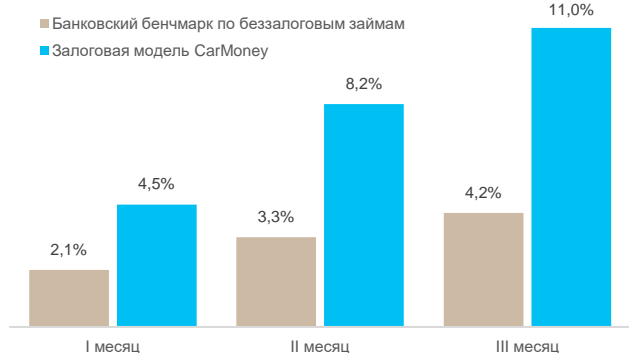
Диаграмма 3. Количество активных залогов, шт.



- Собственная технологическая платформа, IT-экспертиза и высокая операционная маржинальность бизнеса.** Отличительной особенностью бизнес-модели CarMoney является максимальная цифровизация всего операционного процесса, связанного с жизненным циклом кредитного продукта - от собственного автоматизированного модуля маркетинга, динамического ценообразования (индивидуальные предложения клиентам с учетом их профиля в том числе на основе алгоритмов ИИ и машинного обучения), системы управления рисками, автоматизации бэк-офиса и вплоть до процессов взыскания задолженности/исполнительного производства. Таким образом, CarMoney не только создает основу для успешного масштабирования бизнеса, но и существенно повышает свою операционную эффективность, поскольку IT-компетенции напрямую позволяют зафиксировать общие и административные издержки. В результате компания имеет возможность достичь дальнейшего снижения ФОТ в общей структуре расходов за счет эффекта размытия постоянных расходов при масштабировании бизнеса, что будет транслироваться в опережающий рост ROE. В свою очередь, со стороны клиента IT-платформа позволят не только увеличивать скорость выдачи займа, но и за счет простоты и удобства приложения способствует большей вовлеченности пользовательского опыта, что проявляется как в высокой оценке приложения CarMoney в App Store, Google Play, так и в большом числе возврата клиентов (40% в 2022 году).
- Доказанная эффективность бизнес-модели и риск-менеджмента в условиях кризиса.** Бизнес CarMoney успешно прошел через жесткое стресс-тестирование в реальном режиме – от кризиса пандемии в 2020 году до геополитических потрясений начала 2022 года. В отличие от большинства конкурентов из МФО и банков, за данный период компания не только не снижала объемы выдач займов, но и сохранила прибыльность бизнеса (прибыль компании вышла на исторический максимум в 2022 г. превысив 400 млн руб. в то время, как практически вся банковская система РФ переживала шок и глубокие убытки). Своевременно внедренная эффективная система скоринга и кредитного риск-менеджмента позволила не повышать требования к заемщикам, дополнительно усилив лояльность клиентской базы. При этом кредитные продукты CarMoney относятся к категории повышенного риска, и, несмотря на наличие залога, с регуляторной точки зрения требуют дополнительного запаса капитала для отчисления в резервы под возможные кредитные убытки (от 9%

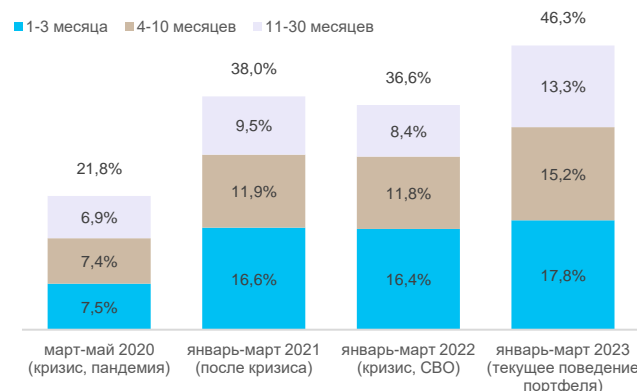
до 21% в зависимости от категории клиента). Но в то же время, даже в кризисный период (2020-2022гг.), платёжная дисциплина заемщиков CarMoney существенно не ухудшалась, а уровень ожидаемых финальных потерь по кредитам с учетом факта оставался стабильным в пределах 12-18% (хотя уровень просрочки 90+ дней может достигать 30-40%, специфика залогового продукта и эффективность процессов взыскания позволяет компании в конечном итоге взыскивать около 50% таких кредитов). К тому же внедренная компанией модель risk-based pricing позволила CarMoney зарабатывать на клиентах с хорошей кредитной историей по низкой ставке ту же маржинальность, что и на основных клиентах по высокой ставке.

Диаграмма 4. Возвратность клиентов из просрочки 90+ дней за первые три месяца



Источники: данные компании

Диаграмма 5. Recovery rate портфеля по месяцам нахождения в дефолте



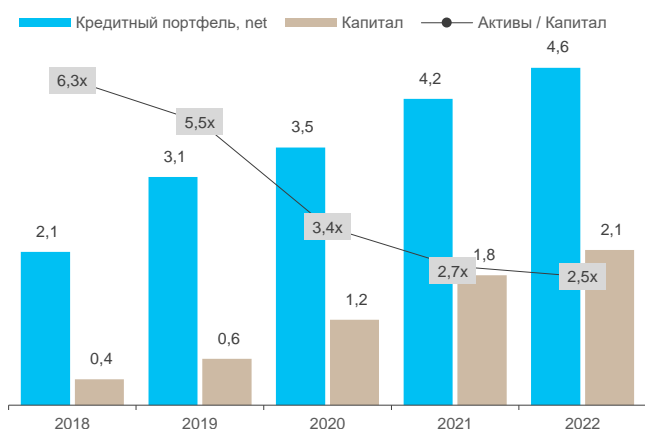
### Финансовые результаты CarMoney и управление капиталом

Прибыль CarMoney последовательно росла с 2018 года и вышла на исторический максимум в 2022 г., превысив 400 млн руб. (+ 66% год к году) при рентабельности ROE в 23%. Результаты 1 кв 2023 года не менее впечатляющие – рост процентных доходов на 18% г/г до уровня 666 млн руб., при этом чистые процентные доходы после резервов по кредитам составили 412 млн руб (+28% г/г) Таким образом, чистая прибыль за 1 кв. 2023 года достигла 186 млн руб. (+81% г/г). Сильные результаты января-марта сформировались за счет увеличения маржинальности продаж новых кредитных продуктов, прироста портфеля, а также снижения начислений по резервам за счет увеличения эффективности взыскания (увеличение recovery rate). Сохранение данного импульса может позволить CarMoney выйти на рекордную прибыль по итогам 2023 года и укрепить регуляторный капитал.

Поскольку текущие регуляторные требования не в полной мере отражают эффективность залога как механизма снижения кредитного риска (ЦБ применяет одинаковый подход ко всем МФО, по сути приравнивая залоговое и беззалоговое кредитование), что выражается в чрезмерно высоких регуляторных ставках резервирования, не отражающих реальные потери по портфелю, CarMoney испытывает «искусственное» ограничение возможности наращивать кредитный портфель более высокими темпами. Так как соблюдение нормативных требований сдерживает возможности органической генерации капитала для масштабирования бизнеса, бенефициары CarMoney периодически проводили докапитализацию компании (более 1 млрд руб. совокупно за последние 5 лет). Компания ведет продуктивный диалог с регулятором по вопросу данной неэффективности, и, в случае внесения в нормативные акты соответствующих изменений, снятие нормативного «навеса» может стать существенным драйвером роста кредитного портфеля за счет появления дополнительного доступного капитала.

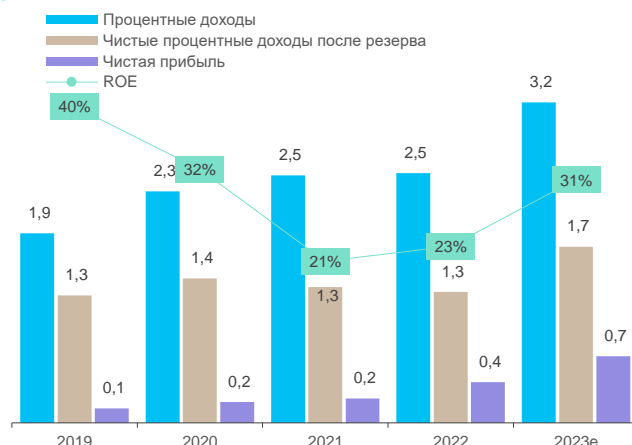
CarMoney имеет достаточно диверсифицированную структуру фондирования заемными средствами, в том числе облигации (32% заемных средств), банковские кредитные линии (11%), а также инвестиционные займы от частных и юридических лиц (57%). Средняя стоимость заимствования в 2022 году составляла около 18% (на фоне усредненной доходности кредитного портфеля ~56% без учета комиссий, штрафов, пеней). За 6 лет CarMoney разместила 5 выпусков облигаций на сумму более 1,5 млрд руб. Увеличение доли институциональных инструментов (облигации и банковские кредиты) в структуре пассивов компании является дополнительным фактором инвестиционной привлекательности компании, на наш взгляд.

Диаграмма 6. Динамика кредитного портфеля и собственного капитала, млрд руб.



Источники: данные компании, расчеты и прогнозы Открытие Research

Диаграмма 7. Динамика основных финансовых результатов, млрд руб.



### Оценка стоимости акционерного капитала

Для определения диапазона оценки акционерного капитала CarMoney мы используем метод дисконтирования ожидаемых дивидендных потоков - DDM (см. Таблицу 2) и метод сравнения мультипликаторов (см. Таблицу 3) публичных игроков в секторе финансов со специализацией на автокредитах. Мы оцениваем общий вклад данных методов в итоговое значение целевой цены как 70/30, так как считаем, что специфику бизнеса CarMoney целесообразнее отражать методом DDM, а прямые публичные аналоги бизнеса CarMoney отсутствуют, но в то же время данные по рыночным мультипликаторам ключевых игроков сектора могут служить как адекватный ориентир. Поскольку наша оценка методом DDM построена без учета привлечения нового капитала на бирже (pre cash-in), для целей иллюстрации позитивного эффекта поступления дополнительного акционерного капитала мы приводим также оценку с учетом размещения (post cash-in, см. Таблицу 4).

Для оценки будущих денежных дивидендных потоков, генерируемых бизнесом CarMoney, мы используем финансовую модель компании, где прогнозируем основные финансовые показатели (см. Таблицу 2.)

Таблица 1. Матрица оценка стоимости акционерного капитала CarMoney (без учета cash-in)

метод	млрд руб	вес	итого
Сравнительный, млрд руб	5,3	30%	1,6
DDM, млрд руб	5,4	70%	3,8
<b>Итого, млрд руб</b>			<b>5,3</b>
Собственный капитал 2023п, млрд руб			3,0
премия/дисконт			1,8x

Источники: расчеты и прогнозы Открытие Research

**Риски**

- Ужесточения требования регулятора к нормативу достаточности и методам расчета размера собственных средств может негативно отразиться на способности компании масштабировать свой бизнес.
- Снижение располагаемых доходов населения может привести к увеличению дефолтов по кредитному портфелю.
- Низкие барьеры для входа новых игроков могут способствовать росту конкуренции и снижению чистой прибыли CarMoney.

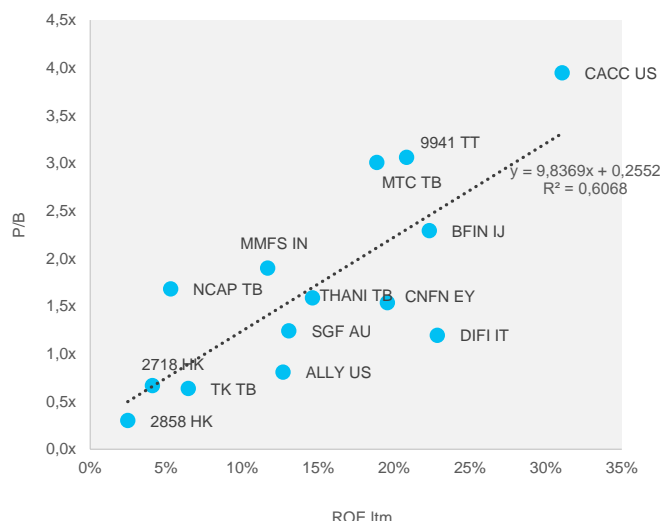
**Приложение 1**

Таблица 2. Прогноз финансовых и оценка методом DDM (без учета cash-in)

ОПУ, млн руб (иное указано)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
<b>Процентные доходы</b>	<b>760</b>	<b>1 466</b>	<b>1 881</b>	<b>2 296</b>	<b>2 455</b>	<b>2 476</b>	<b>3 179</b>	<b>4 010</b>	<b>5 122</b>	<b>6 961</b>	<b>9 174</b>
<i>Рост, год к году %</i>	441%	92,9%	28,3%	22,1%	6,9%	0,9%	28,4%	26,1%	27,7%	35,9%	31,8%
Процентные расходы	-175	-322	-397	-480	-446	-493	-624	-719	-940	-1 278	-1 839
<b>Чистые процентные доходы</b>	<b>585</b>	<b>1 145</b>	<b>1 484</b>	<b>1 816</b>	<b>2 009</b>	<b>1 984</b>	<b>2 555</b>	<b>3 291</b>	<b>4 181</b>	<b>5 683</b>	<b>7 336</b>
Резервы под ожидаемые кредитные убытки	-202	-212	-219	-384	-662	-685	-808	-1 019	-1 301	-1 768	-2 330
<b>Чистые процентные доходы после резерва</b>	<b>384</b>	<b>933</b>	<b>1 265</b>	<b>1 432</b>	<b>1 347</b>	<b>1 298</b>	<b>1 748</b>	<b>2 272</b>	<b>2 880</b>	<b>3 915</b>	<b>5 005</b>
Доходы /расходы от фин активов	-63	-73	-84	-57	-110	-51	-41	-52	-66	-84	-171
Общие и административные расходы	-572	-1 140	-976	-1 035	-1 031	-903	-1 014	-1 149	-1 334	-1 716	-2 033
Доходы (расходы) от выбытия активов	0	-1	-4	-5	-10	-32	-21	-19	-28	-41	-59
Прочие доходы	13	22	128	187	234	205	207	256	364	485	151
Прочие расходы	-4	-3	-142	-211	-67	-39	-52	-99	-84	-537	-708
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>-242</b>	<b>-262</b>	<b>188</b>	<b>311</b>	<b>363</b>	<b>479</b>	<b>827</b>	<b>1 210</b>	<b>1 734</b>	<b>2 021</b>	<b>2 185</b>
Расход по налогу на прибыль	0	19	-43	-105	-121	-76	-165	-242	-347	-404	-437
<i>эффективная ставка, %</i>	0	0	23,1%	33,6%	33,3%	15,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-242</b>	<b>-243</b>	<b>144</b>	<b>206</b>	<b>242</b>	<b>403</b>	<b>662</b>	<b>968</b>	<b>1 387</b>	<b>1 617</b>	<b>1 748</b>
<i>Рост, год к году %</i>	0	0	-159%	42,9%	17,3%	66,5%	64,3%	46,2%	43,3%	16,6%	8,1%
<b>Book value, бор</b>	<b>145</b>	<b>431</b>	<b>358</b>	<b>638</b>	<b>1 174</b>	<b>1 788</b>	<b>2 133</b>	<b>2 955</b>	<b>3 680</b>	<b>4 651</b>	<b>5 460</b>
[+] Paid-in capital	554	170	145	330	372	-58	160	0	0	0	0
[+] Чистая прибыль	-242	-243	144	206	242	403	662	968	1 387	1 617	1 748
<b>[-] Дивиденды</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-242</b>	<b>-416</b>	<b>-809</b>	<b>-874</b>
[-] прочее	-26	0	-9	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Book value, еор</b>	<b>431</b>	<b>358</b>	<b>638</b>	<b>1 174</b>	<b>1 788</b>	<b>2 133</b>	<b>2 955</b>	<b>3 680</b>	<b>4 651</b>	<b>5 460</b>	<b>6 334</b>
<b>Предпосылки</b>	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
Инфляция	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	6,7%	11,9%	7,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Dividend payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	30%	50%	50%
ROE	-167%	-56%	40%	32%	21%	23%	31%	33%	38%	35%	32%
Активы / Капитал	4,0x	6,3x	5,5x	3,4x	2,7x	2,5x	2,2x	2,2x	2,2x	2,6x	2,8x
Эффективная ставка кредитов	82%	83%	72%	69%	63%	56%	61%	61%	61%	61%	61%
Эффективная ставка фондирования	21%	21%	17%	17%	17%	18,2%	18%	18%	18%	17%	17%
Стоимость риска	22%	12%	8%	12%	17%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
админ расходы/опер.доходы	149%	122%	77%	72%	77%	70%	58%	51%	46%	44%	41%
<b>Оценка методом DDM (до cash-in)</b>							2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
период							0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Безрисковая ставка (10- лет ОФЗ)							10,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
R (акционерная риск-премия)							10,0%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%
коэффициент бета							1,5	1,5	1,5	1,3	1,3
Стоимость акционер.капитала							25,5%	25,0%	19,5%	17,1%	15,8%
дисконт фактор							0,89	0,72	0,64	0,58	0,52
terminal growth rate	4%										
<b>DDM</b>	<b>1 358</b>										
<b>Terminal Value</b>	<b>4 006</b>										
<b>Стоимость акционерного капитала, млн руб</b>	<b>5 363</b>										

Баланс	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
Денежные средства	265	50	148	177	196	259	290	368	472	670	835
Финансовые активы по амортиз. стоимости	1 435	2 110	3 138	3 546	4 212	4 642	5 791	7 367	9 441	13 403	16 704
Активы предназначенные для продажи	0	1	0	2	4	16	16	16	16	16	16
Нематериальные активы	1	37	129	238	275	276	276	276	276	276	276
Основные средства	3	6	8	24	14	12	12	12	12	12	12
Требования по текущему налогу на прибыль	3	3	3	11	11	11	11	11	11	11	11
Отложенные налоговые активы	0	19	0	0	28	47	47	47	47	47	47
Прочие активы	24	14	23	34	37	21	21	21	21	21	21
<b>ИТОГО АКТИВОВ</b>	<b>1 731</b>	<b>2 239</b>	<b>3 480</b>	<b>4 032</b>	<b>4 777</b>	<b>5 283</b>	<b>6 463</b>	<b>8 118</b>	<b>10 295</b>	<b>14 456</b>	<b>17 921</b>
<b>РАЗДЕЛ II. Обязательства</b>											
Финансовые обязательства	1 280	1 822	2 771	2 719	2 675	2 755	3 113	4 042	5 249	8 601	11 192
Обязательства по текущему налогу на	0	0	7	0	0	3	3	3	3	3	3
Отложенные налоговые обязательства	0	0	8	9	248	331	331	331	331	331	331
Прочие обязательства	21	59	56	40	66	62	62	62	62	62	62
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>	<b>1 300</b>	<b>1 881</b>	<b>2 842</b>	<b>2 858</b>	<b>2 989</b>	<b>3 150</b>	<b>3 509</b>	<b>4 437</b>	<b>5 644</b>	<b>8 996</b>	<b>11 587</b>
<b>РАЗДЕЛ III.</b>											
Уставный капитал	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Добавочный капитал	636	806	951	1 281	1 653	1 595	1 755	1 755	1 755	1 755	1 755
Нераспределенная прибыль	-305	-548	-413	-207	35	438	1 100	1 826	2 797	3 605	4 479
<b>ИТОГО КАПИТАЛ</b>	<b>431</b>	<b>358</b>	<b>638</b>	<b>1 174</b>	<b>1 788</b>	<b>2 133</b>	<b>2 955</b>	<b>3 680</b>	<b>4 651</b>	<b>5 460</b>	<b>6 334</b>
<b>ИТОГО КАПИТАЛА И ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>	<b>1 731</b>	<b>2 239</b>	<b>3 480</b>	<b>4 032</b>	<b>4 777</b>	<b>5 283</b>	<b>6 463</b>	<b>8 118</b>	<b>10 295</b>	<b>14 456</b>	<b>17 921</b>

Таблица 3.1 Мультипликаторы публичных игроков



Источники: расчеты Открытие Research

Таблица 3.2 Мультипликаторы публичных игроков (Индустрия Finance-Auto Loans)

Компания	Тикер	Страна	Рын.кап, млн \$	P/B	ROE
YULON FINANCE CORP	9941 TT	TW	3 209	3,1x	21%
MUANGTHAI CAPITAL PCL	MTC TB	TH	2 525	3,0x	19%
RATCHTHANI LEASING	THANI TB	TH	566	1,6x	15%
THITIKORN PCL	TK TB	TH	105	0,6x	6%
NEXT CAPITAL PCL	NCAP TB	TH	205	1,7x	5%
MAHINDRA & MAHINDRA	MMFS IN	IN	4 271	1,9x	12%
BFI FINANCE INDONESIA	BFIN IJ	ID	1 439	2,3x	22%
CONTACT FINANCIAL	CNFN EY	EG	135	1,5x	20%
SHANGHAI DONGZHENG	2718 HK	CN	314	0,7x	4%
YIXIN GROUP LTD	2858 HK	CN	649	0,3x	2%
CREDIT ACCEPTANCE	CACC US	US	6 446	3,9x	31%
ALLY FINANCIAL INC	ALLY US	US	8 543	0,8x	13%
DIRECT FINANCE	DIFI IT	IL	387	1,2x	23%
SG FLEET GROUP LTD	SGF AU	AU	458	1,2x	13%
МЕДИАНА				1,6x	13,9%
СРЕДНЕЕ				1,7x	14,7%

Таблица 4. Прогноз финансовых и оценка методом DDM (с учетом cash-in)

ОПУ, млн руб (иное указано)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
<b>Процентные доходы</b>	<b>760</b>	<b>1 466</b>	<b>1 881</b>	<b>2 296</b>	<b>2 455</b>	<b>2 476</b>	<b>3 361</b>	<b>4 398</b>	<b>5 731</b>	<b>8 138</b>	<b>11 128</b>
Рост, год к году %	441%	92,9%	28,3%	22,1%	6,9%	0,9%	35,7%	30,9%	30,3%	42,0%	36,7%
Процентные расходы	-175	-322	-397	-480	-446	-493	-688	-612	-810	-1 169	-1 805
<b>Чистые процентные доходы</b>	<b>585</b>	<b>1 145</b>	<b>1 484</b>	<b>1 816</b>	<b>2 009</b>	<b>1 984</b>	<b>2 672</b>	<b>3 787</b>	<b>4 921</b>	<b>6 969</b>	<b>9 323</b>
Резервы под ожидаемые кредитные убытки	-202	-212	-219	-384	-662	-685	-854	-1 117	-1 456	-2 067	-2 827
<b>Чистые процентные доходы после резерва</b>	<b>384</b>	<b>933</b>	<b>1 265</b>	<b>1 432</b>	<b>1 347</b>	<b>1 298</b>	<b>1 819</b>	<b>2 669</b>	<b>3 465</b>	<b>4 902</b>	<b>6 496</b>
Доходы /расходы от фин активов	-63	-73	-84	-57	-110	-51	-41	-55	-72	-94	-200
Общие и административные расходы	-572	-1 140	-976	-1 035	-1 031	-903	-1 049	-1 183	-1 406	-1 867	-2 268
Доходы (расходы) от выбытия активов	0	-1	-4	-5	-10	-32	-22	-21	-31	-48	-72
Прочие доходы	13	22	128	187	234	205	219	281	408	567	183
Прочие расходы	-4	-3	-142	-211	-67	-39	-55	-108	-94	-628	-858
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>-242</b>	<b>-262</b>	<b>188</b>	<b>311</b>	<b>363</b>	<b>479</b>	<b>871</b>	<b>1 583</b>	<b>2 269</b>	<b>2 832</b>	<b>3 280</b>
Расход по налогу на прибыль	0	19	-43	-105	-121	-76	-174	-317	-454	-566	-656
эффективная ставка, %	0	0	23,1%	33,6%	33,3%	15,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-242</b>	<b>-243</b>	<b>144</b>	<b>206</b>	<b>242</b>	<b>403</b>	<b>697</b>	<b>1 266</b>	<b>1 816</b>	<b>2 266</b>	<b>2 624</b>
Рост, год к году %	0	0	-159%	42,9%	17,3%	66,5%	73,0%	81,7%	43,4%	24,8%	15,8%

<b>Book value, bop</b>	<b>145</b>	<b>431</b>	<b>358</b>	<b>638</b>	<b>1 174</b>	<b>1 788</b>	<b>2 133</b>	<b>3 490</b>	<b>4 440</b>	<b>5 711</b>	<b>6 844</b>
[+] Paid-in capital	554	170	145	330	372	-58	660	0	0	0	0
[+] Чистая прибыль	-242	-243	144	206	242	403	697	1 266	1 816	2 266	2 624
<b>[-] Дивиденды</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-317</b>	<b>-545</b>	<b>-1 133</b>	<b>-1 312</b>
[-] прочее	-26	0	-9	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Book value, eop</b>	<b>431</b>	<b>358</b>	<b>638</b>	<b>1 174</b>	<b>1 788</b>	<b>2 133</b>	<b>3 490</b>	<b>4 440</b>	<b>5 711</b>	<b>6 844</b>	<b>8 156</b>

Предпосылки	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
Инфляция	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	6,7%	11,9%	7,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Dividend payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	30%	50%	50%
ROE	-167%	-56%	40%	32%	21%	23%	33%	36%	41%	40%	38%
Активы / Капитал	4,0x	6,3x	5,5x	3,4x	2,7x	2,5x	2,0x	2,0x	2,0x	2,5x	2,7x
Эффективная ставка кредитов	82%	83%	72%	69%	63%	56%	61%	61%	61%	61%	61%
Эффективная ставка фондирования	21%	21%	17%	17%	17%	18,2%	18%	15%	15%	14%	14%
Стоимость риска	22%	12%	8%	12%	17%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
админ расходы/опер.доходы	149%	122%	77%	72%	77%	70%	58%	44%	41%	38%	35%

Оценка методом DDM (с учетом cash-in)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
период	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Безрисковая ставка (10- лет ОФЗ)	10,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
R (акционерная риск-премия)	10,0%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%
коэффициент бета	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3
Стоимость акционер.капитала	25,5%	25,0%	19,5%	17,1%	15,8%
дисконт фактор	0,89	0,72	0,64	0,58	0,52
terminal growth rate	4%				

DDM	1 907
Terminal Value	6 013
Стоимость акционерного капитала, млн руб	<b>7 920</b>

Баланс	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
Денежные средства	265	50	148	177	196	259	319	402	538	797	1 029
Финансовые активы по аморти стоимости	1 435	2 110	3 138	3 546	4 212	4 642	6 387	8 046	10 760	15 947	20 571
Активы предназначенные для продажи	0	1	0	2	4	16	16	16	16	16	16
Нематериальные активы	1	37	129	238	275	276	276	276	276	276	276
Основные средства	3	6	8	24	14	12	12	12	12	12	12
Требования по текущему налогу на прибыль	3	3	3	11	11	11	11	11	11	11	11
Отложенные налоговые активы	0	19	0	0	28	47	47	47	47	47	47
Прочие активы	24	14	23	34	37	21	21	21	21	21	21
<b>ИТОГО АКТИВОВ</b>	<b>1 731</b>	<b>2 239</b>	<b>3 480</b>	<b>4 032</b>	<b>4 777</b>	<b>5 283</b>	<b>7 088</b>	<b>8 831</b>	<b>11 680</b>	<b>17 127</b>	<b>21 982</b>
РАЗДЕЛ II. Обязательства											
Финансовые обязательства	1 280	1 822	2 771	2 719	2 675	2 755	3 203	3 996	5 574	9 888	13 431
Обязательства по текущему налогу на	0	0	7	0	0	3	3	3	3	3	3
Отложенные налоговые обязательства	0	0	8	9	248	331	331	331	331	331	331
Прочие обязательства	21	59	56	40	66	62	62	62	62	62	62
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>	<b>1 300</b>	<b>1 881</b>	<b>2 842</b>	<b>2 858</b>	<b>2 989</b>	<b>3 150</b>	<b>3 598</b>	<b>4 391</b>	<b>5 970</b>	<b>10 283</b>	<b>13 827</b>
РАЗДЕЛ III.											
Уставный капитал	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Добавочный капитал	636	806	951	1 281	1 653	1 595	2 255	2 255	2 255	2 255	2 255
Нераспределенная прибыль	-305	-548	-413	-207	35	438	1 135	2 085	3 356	4 489	5 801
<b>ИТОГО КАПИТАЛ</b>	<b>431</b>	<b>358</b>	<b>638</b>	<b>1 174</b>	<b>1 788</b>	<b>2 133</b>	<b>3 490</b>	<b>4 440</b>	<b>5 711</b>	<b>6 844</b>	<b>8 156</b>
<b>ИТОГО КАПИТАЛА И ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>	<b>1 731</b>	<b>2 239</b>	<b>3 480</b>	<b>4 032</b>	<b>4 777</b>	<b>5 283</b>	<b>7 088</b>	<b>8 831</b>	<b>11 680</b>	<b>17 127</b>	<b>21 982</b>



## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>  
Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Инвестиционный советник»**.

Otkritie © 2023

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий либо сумм, так и по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предпринятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)  
[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)  
[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Алексей Павлов, PhD

Начальник управления

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, российские акции

Алексей Корнилов, CFA

Главный аналитик, рынок акций

Марат Беришев

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования