

В преддверии IPO мы находим справедливой рыночной капитализацией ДжетЛенд оценку в диапазоне 6,2-6,7 млрд руб.

ДжетЛенд – финтех-краудлендинговая платформа с фокусом на кредитование субъектов малого и среднего бизнеса, лидер в отрасли по объему выдач в 2023-2024 годах с рыночной долей 42% по итогам 2024 года. Компания занимает третье место по размеру активов среди конкурирующих платформ в секторе краудлендинга. С 2021 года совокупный портфель займов ДжетЛенд вырос в 14 раз, количество инвесторов увеличилось в 11 раз и составляет около 64 тыс. человек. Финансирование на площадке ДжетЛенд получили 3587 компаний.

ДжетЛенд – это первая в России компания из сектора краудлендинга, которая решила стать публичной. Однако на развитых рынках существуют публичные аналоги, ими являются Lending Club (LC), акции которой торгуются на бирже в Нью Йорке (IPO состоялось в 2014 году) и Funding Circle, бумаги которой котируются на Лондонской бирже (IPO прошло в 2018 году). Обе компании выходили на IPO с уже состоявшимися бизнесами с параметрами выручки и балансовых показателей, кратно превышающими сопоставимые показатели ДжетЛенда.

Объемы выданных кредитов Lending Club по итогам 2013 года составили \$2065 млн при выручке в \$98 млн и скорректированной EBITDA \$15,2 млн. Компания получила рыночную оценку в \$5,4 млрд по итогам IPO в декабре 2014 года, что соответствовало мультипликатору P/S на уровне 55,2х к выручке 2013 года и 25,6х к выручке 2014 года. Быстрорастущий рынок кредитования в формате peer-to-peer (P2P) позволил компании добиться значительного роста бизнеса. Выдачи Lending Club по итогам 2024 года выросли примерно в 3,8 раза по сравнению с 2014 годом, выручка – в 3,7 раза до \$787 млн, EBITDA увеличилась до \$54 млн. Акции Lending Club в марте 2025 года торгуются на уровне \$12,8 за одну акцию по сравнению с ценой IPO \$15 за одну акцию. За 10 лет после размещения компания неоднократно проводила обратный выкуп акций, и на текущий момент количество ее акций снизилось в три раза до 113 млн. Несмотря на значительный рост бизнеса, инвесторы посчитали первоначальную оценку стоимости компании завышенной, и с момента IPO капитализация снизилась в 3,6 раза до текущих \$1,45 млрд, что соответствует мультипликатору P/S 1,84х.

Funding Circle – еще один публичный представитель сектора краудлендинга, который вышел на IPO в 2018 году, получив оценку £1,5 млрд или £0,440 за одну акцию, что соответствовало мультипликатору P/S на уровне 15,9х к выручке 2017 года. Объем выдач компании в 2018 году составил £2,29 млрд по сравнению с £2,11 млрд в 2017 году. Выручка компании увеличилась с £94,5 млн в 2017 году до £141,9 млн в 2018 году при отрицательном значении показателя EBITDA. В 2023 году объем выдач Funding Circle снизился до £1,4 млрд при выручке £162 млн и EBITDA £21,3 млн. В марте 2025 года акции компании торгуются на уровне £0,108 за одну акцию, а мультипликатор P/S находится на отметке 1,9х к выручке за последние 12 месяцев.

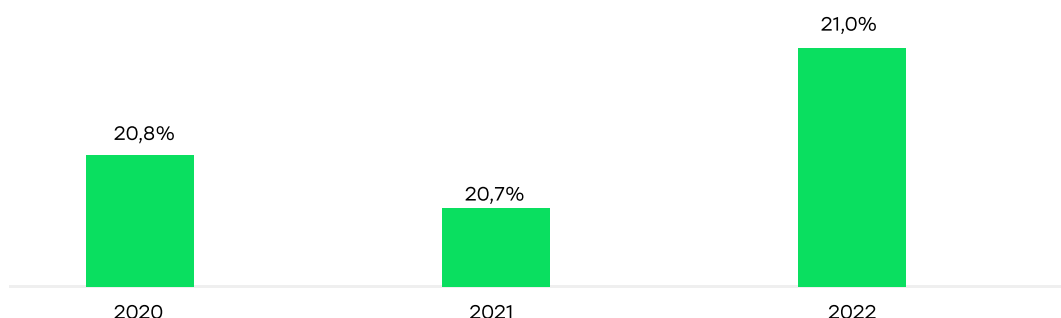
Динамика операционных показателей Lending Club подчеркивает высокий потенциал роста бизнеса в сегменте краудлендинга. Выручка компании может увеличиться в 3,5 раз за 10 лет, хотя капитализация оказалась выше этого показателя всего в 1,8 раза. В то же время пример Funding Circle показывает, что выручка компании может вырасти за пять лет только на 70%, при этом капитализация компании оказалась выше выручки в 1,9 раза.

Таким образом, основным фактором, влияющим на оценку кандидата на IPO в секторе краудлендинга может служить прогноз по выручке, после достижения которого значительный рост выручки остановится.

Рынок кредитования МСП

По предварительным оценкам Минэкономразвития, темпы экономического роста в России в 2024 году достигли 4,1%. Значительный вклад в рост экономики обеспечили субъекты малого и среднего предпринимательства (МСП), осуществляющие торговлю в розничных магазинах и на маркетплейсах, оперирующие в сфере услуг, в сельском хозяйстве и строительстве. Росстат оценивал вклад валовой добавленной стоимости МСП в общий показатель на уровне 21% по итогам 2022 года. Более свежих данных Росстат не предоставляет, но по историческим данным можно предположить, что вклад МСП в общие темпы роста ВВП сохранился.

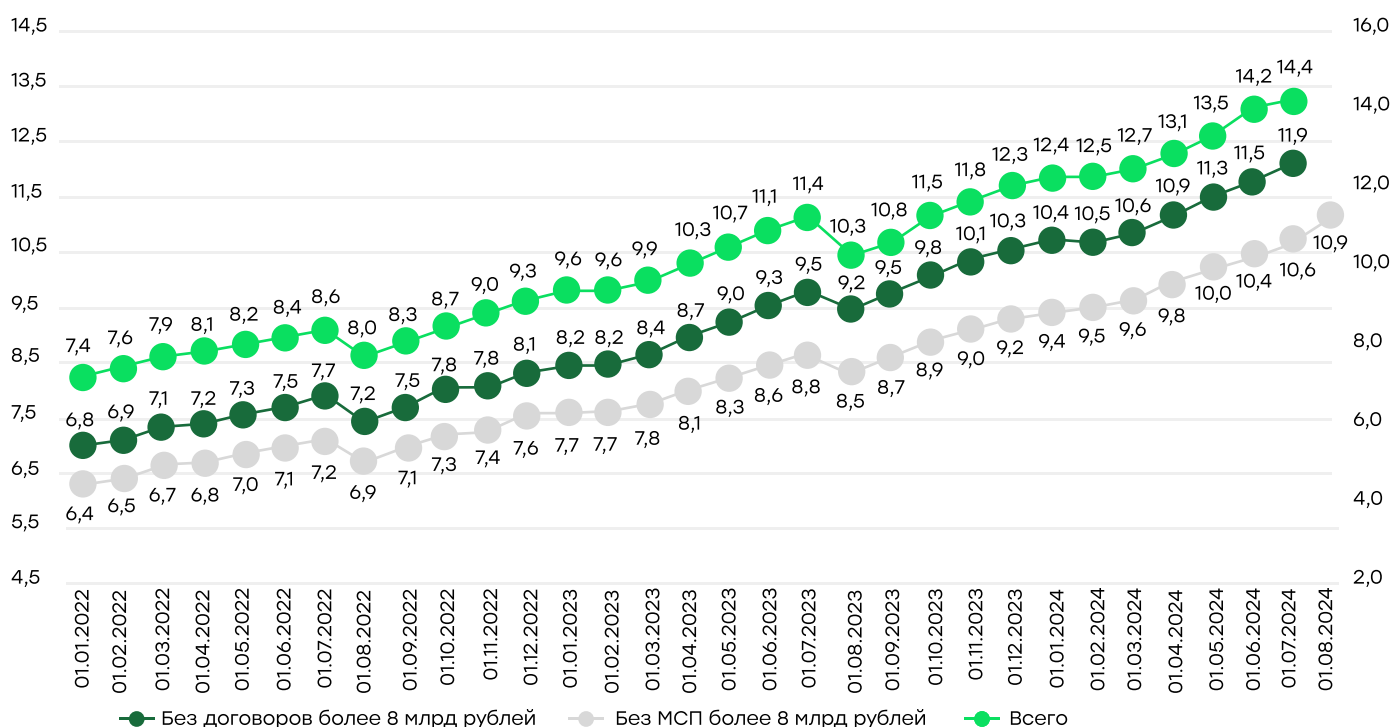
Вклад валовой добавленной стоимости (ВДС) МСП в общий показатель, %



Источник: Росстат

Банк России оценивал размер кредитного портфеля субъектов МСП на уровне 14,4 трлн руб. (рост на 25,8% за последние 12 месяцев) на конец I полугодия 2024 года, что соответствовало 12,7% от общего кредитного портфеля и 21% кредитного портфеля нефинансовых организаций. Половину объема кредитного портфеля Банк России относит к квази-МСП, крупным компаниям с объемом долговой нагрузки от 8 млрд руб. или наличием эскроу-счетов. Без учета таких компаний задолженность субъектов МСП на начало июля 2024 года составила почти 7,5 трлн руб.

Статистические показатели рынка краудфинансирования



*После пересмотра единого реестра субъектов МСП

Источник: данные Банка России

Примерно 13,7% общего кредитного портфеля субъектов МСП – это задолженность малых предприятий с льготной годовой процентной ставкой менее 3%. Доля заемщиков, получивших кредит по ставке менее 3% годовых, на конец I полугодия 2024 года составила 14,2%, по оценке Банка России. Просроченная задолженность на 01.07.2024 составила 678,7 млрд руб., увеличившись за год на 22,7%. В основном рост произошел за счет МСП, оперирующих в сфере торговли (на 45,9 млрд руб.), а также в финансовом секторе и страховом бизнесе (на 45,5 млрд руб.). Если сумму просроченной задолженности соотносить с общим кредитным портфелем, то она составляет 4,7% от общего. Но если в долю просрочки не включать квази-МСП по методологии Банка России, то она составит 8,4%. Таким образом, кредитование сектора МСП сопряжено с более высокими рисками. Охват кредитованием малых и средних предприятий продолжал увеличиваться, достигнув 9,8%, по оценке Банка России на 01.07.2024 (рост на 1,1 п. п. к 01.07.2023). Проникновение инструментов кредитования в общую аудиторию субъектов МСП остается на довольно низком уровне.

По данным Банка России, на конец I полугодия 2024 года наибольшее количество субъектов МСП (33,5%) располагали задолженностью по ставке 15–20,99% годовых. Удельный вес задолженности таких заемщиков превысил 40%. В половине случаев остатки по таким кредитам не превышали 997 тыс. руб. Почти четверть заемщиков – субъектов МСП имели задолженность по ставке 24% годовых и выше, при этом ее доля в общем кредитном портфеле МСП была мала – всего 2,8%. Около 37% объема задолженности по 24% годовых и выше приходится на кредитный портфель субъектов МСП, занимающихся торговлей.

Основными кредиторами МСП остаются крупнейшие российские банки. Доля краудлендинговых кредитов от общего кредитного портфеля МСП составляет примерно 0,3%. Сложно с точностью оценить, как распределяются доли просроченной задолженности в сегменте краудлендинга, но можно предположить, что они сопоставимы с общими цифрами и составляют от 4% до 8%.

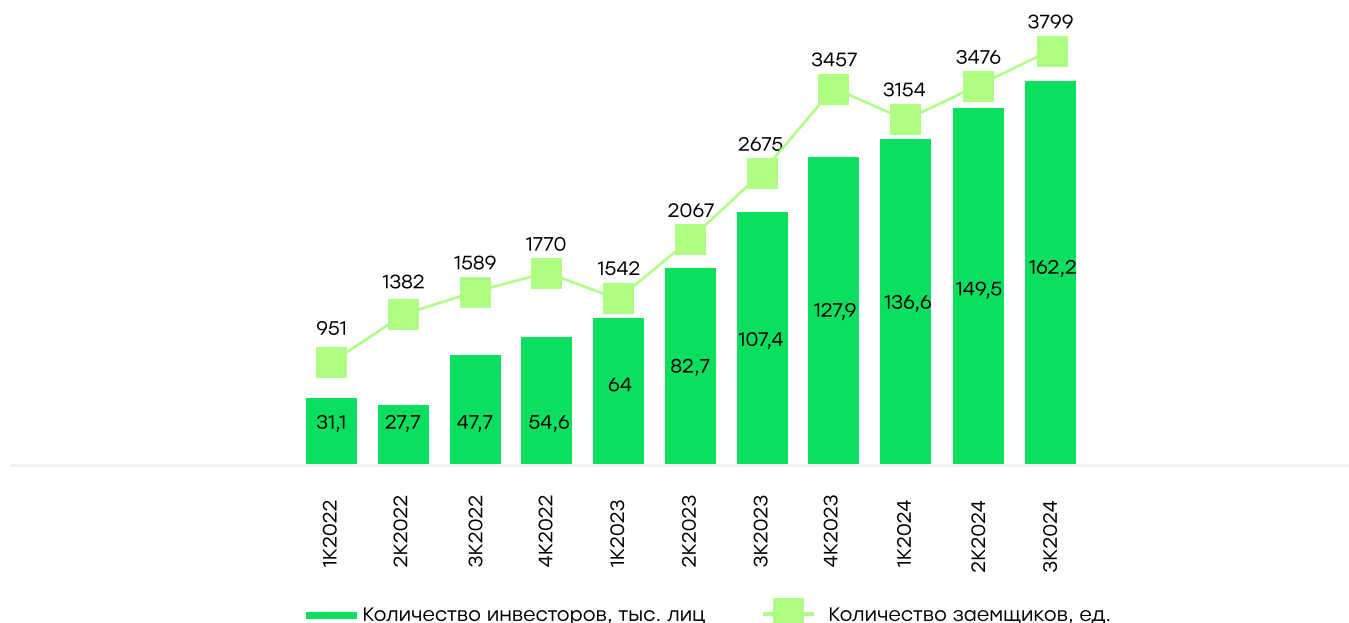
Рынок краудлендинга

Первые краудлендинговые площадки в России начали открываться еще в 2010–2011 годах и были нацелены на кредитование частных лиц, позднее стали появляться платформы по кредитованию бизнеса частными лицами. Распространение краудлендинговых площадок привлекло внимание Банка России к разработке необходимых мер по регулированию сектора, способствующих развитию эффективных бизнес-моделей краудлендинга в качестве альтернативного банковскому кредитованию инструмента финансирования малого и среднего бизнеса, снижая риски появления недобросовестных игроков. В 2020 году в силу вступил Федеральный закон от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», регулирующий развитие краудфинансирования (краудлендинг является наиболее популярной разновидностью краудфинансирования, предполагающей предоставление процентных займов компаниям, расположенным на инвестиционной платформе).

В июне 2020 года Банк России включил первую компанию в реестр операторов инвестиционных платформ, а к концу февраля 2025 года в реестре значится уже 99 действующих организаций. Рост количества игроков сопровождается увеличением числа как заемщиков, так и инвесторов на краудлендинговых платформах. К концу сентября 2024 года на рынке функционировали 3 799 заемщиков (99% представлены субъектами МСП) и 162,2 тыс. инвесторов.

Для заемщика краудлендинг привлекателен более гибкими и удобными условиями привлечения финансирования по сравнению с банковским кредитованием: рассмотрение заявки происходит онлайн, скоринг и выдача займа осуществляется в течение нескольких дней, процентная ставка устанавливается на уровне или ниже, чем у банков для заемщиков с аналогичным уровнем риска. Краудлендинг также продолжает завоевывать доверие инвесторов благодаря своим преимуществам перед традиционными инвестиционными инструментами: диверсификация портфеля и контроль над рисками, гибкость в сроках инвестирования, возможность в любой момент вывести средства без ограничений и потери процентного дохода благодаря высокой ликвидности вторичного рынка, отсутствие комиссий.

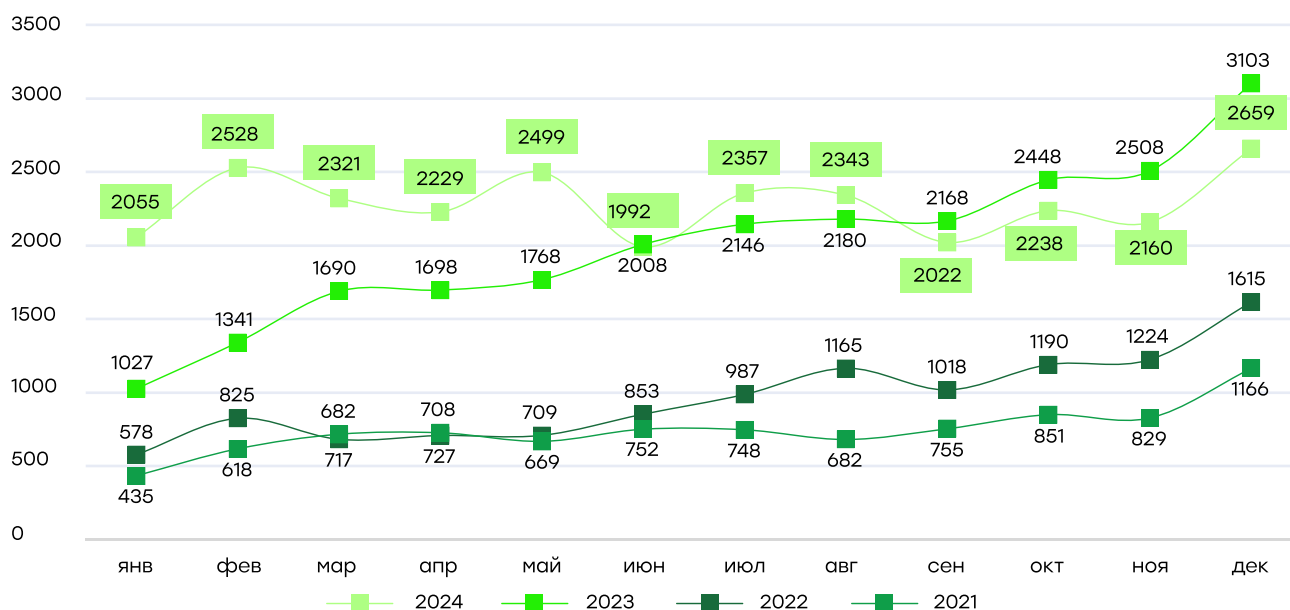
Статистические показатели рынка краудфинансирования



Источник: данные Банка России

Стремительный рост общего количества заемщиков и инвесторов способствует активному развитию молодого рынка краудлендинга. По итогам 2024 года инвестиционные платформы предоставили финансирование на общую сумму 27,4 млрд руб., что на 14% выше сопоставимого показателя за 2023 год и более чем в три раза превышает объем выданных по результатам 2021 года. Отметим, что рынок продемонстрировал положительную динамику по итогам прошлого года, несмотря на ужесточение операторами платформ своих методик скоринга и отток капитала в безрисковые инструменты на фоне повышения ключевой ставки Банком России. При этом замедление темпов роста рынка краудлендинга сегодня ввиду жестких денежно-кредитных условий в стране формирует отложенный спрос на будущее, когда условия для привлечения финансирования станут более комфортными.

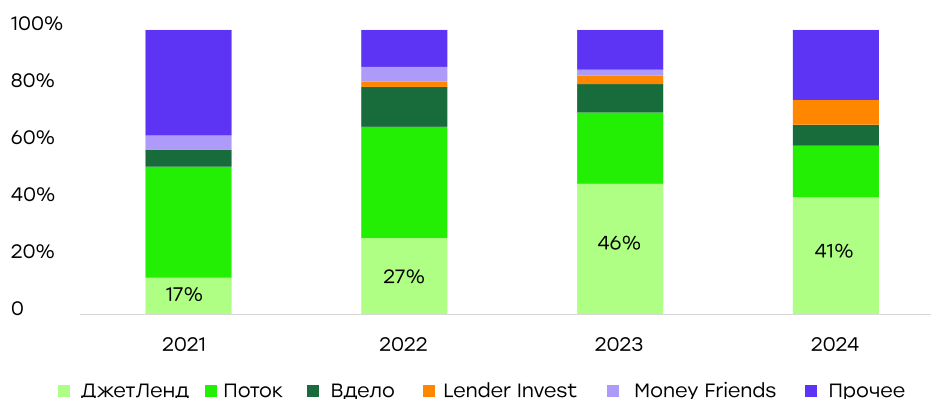
Динамика рынка краудлендинга, млн руб.



Источник: данные Ассоциации операторов инвестиционных платформ (АОИП)

Цифровизация экономики и повышение уровня проникновения финтех-услуг способствовали стремительному развитию краудфандинга и росту конкуренции в индустрии, что повлекло за собой улучшение качества разрабатываемых операторами инвестиционных платформ скоринговых моделей для отбора заемщиков, повышению скорости взаимодействия с клиентами с использованием мессенджеров. Количество игроков на рынке растет, но пионеры краудлендинга по-прежнему сохраняют за собой основную долю на рынке. Лидеры отрасли – ДжетЛенд и «Поток», которые суммарно занимают не менее 50% всего рынка в период с 2021 по 2024 годы.

Доли основных операторов инвестиционных платформ по объему выдач, %



Источник: данные Ассоциации операторов инвестиционных платформ (АОИП)

ДжетЛенд

ДжетЛенд – финтех-краудлендинговая платформа, специализирующаяся на инвестициях через займы малому и среднему бизнесу. Компания основана в 2018 году, имеет лицензию Банка России, является резидентом инновационного центра «Сколково».

Краудлендинг – это альтернатива банкам и микрофинансовым организациям, которая позволяет получать финансирование юридическим лицам от широкого круга физических и/или юридических лиц. Получить финансирование через платформу ДжетЛенд проще, чем в банке, и гораздо дешевле, чем в микрокредитных организациях. Максимальная сумма займа составляет 81 млн руб. при соблюдении финансовой дисциплины и доступной кредитной емкости бизнеса. Минимальный порог входа для инвесторов – 10 тыс. руб. Платформа удерживает комиссию только с заемщика в размере от 1% от суммы займа. Финансирование могут получить компании или предприниматели с выручкой не менее 1 млн руб. в месяц (за последний год). У платформы ДжетЛенд заявка рассматривается алгоритмами искусственного интеллекта в течение трех минут, при этом скоринг осуществляется по более чем 100 параметрам риска. Верификация заемщика после этого занимает одни сутки. Компания четыре года занималась обучением нейросети на просрочках и дефолтах для формирования качественной скоринговой системы, которая сможет выявлять самых благонадежных заемщиков из огромного множества компаний. В 2023 году 17% российских компаний получили одобрение на получение займов на платформе ДжетЛенд.

Все взаимодействие с платформой происходит в онлайн-формате. Компания работает без физических отделений и не имеет раздутого штата сотрудников, что позволяет оптимизировать операционные расходы. Несмотря на опасения экспертов, что инвестиционная платформа проводит большой объем сделок, что несет в себе риски, в компании отслеживают показатели дефолтности и уровень просроченной задолженности. Такой подход к работе инвестиционной платформы, когда важнее доля рынка, чем прибыль, вызывает, с одной стороны, опасения участников рынка. С другой, они видят технологичного и внедряющего элементы искусственного интеллекта в процедуры скоринга игрока, который на текущий момент является абсолютным лидером рынка по выручке от основной деятельности.

Основатели

Группа «ДжетЛенд» представлена двумя компаниями: АО «ДжетЛенд Холдинг» (материнская) и ООО «ДжетЛенд» (дочерняя). Основателями группы являются Роман Хорошев и Евгений Усков, которые через структуры, расположенные в Гонконге, владеют долями в уставном капитале АО «ДжетЛенд Холдинг» – 39,05% и 23,40% соответственно. На миноритарных акционеров, участвовавших в более ранних инвестиционных раундах, и сотрудников компании приходится 31,91% в капитале группы.



Источник: данные компании по состоянию на 31.12.2024 г.

У компании нет физических отделений, поэтому численность штата сотрудников составляет всего 126 человек, что позволяет оптимизировать фонд оплаты труда, значительная часть которого приходится на коммерческий персонал, занимающийся маркетингом и продажами. Как и положено IT-компаниям, большую долю в расходах на оплату труда, около 27%, занимают долгосрочные мотивационные программы на основе премиальной составляющей.

Стратегия развития

Ускорение органического роста основного бизнеса. Компания ставит перед собой задачу трансформировать восприятие краудфинансирования в России из нишевого продукта для профессионалов в массовый инвестиционный инструмент, представляющий собой выгодную и удобную альтернативу банковским кредитам и депозитам, позволяющий поддерживать рост малого и среднего предпринимательства в России. Увеличению доли ДжетЛенд на рынке будут способствовать внедрение передовых технологий для повышения эффективности и улучшения качества обслуживания клиентов, а также развитие маркетинговых каналов для привлечения и удержания аудитории через персонализированные предложения и информативные материалы.

Инвестиции в систему рисков. ДжетЛенд ставит целью поддержание уровня NPL ниже 1%. Компания планирует усилить систему управления рисками посредством внедрения передовых технологий анализа данных на базе искусственного интеллекта, чтобы финансировать только надежные компании из сегмента МСП. Это позволит минимизировать риски, повысить доходность для инвесторов и охватить большую долю растущего рынка в России.

Расширение продуктового портфеля:

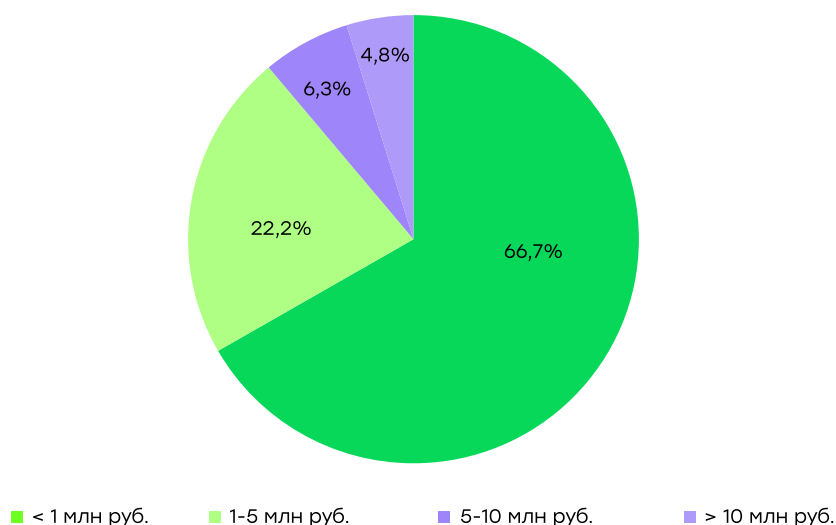
- **Краудвенчур.** В ближайшее время компания планирует расширить линейку финансовых продуктов для удовлетворения потребностей большего числа клиентов. Краудвенчур позволит инвесторам вкладывать средства в стартапы и инновационные компании, получая долю в перспективных бизнесах. Таким образом, инвесторы смогут распределять риски между различными проектами, а стартапы – получать финансирование без необходимости обращения к традиционным венчурным фондам.
- **«Фабрика IPO».** ДжетЛенд работает над созданием уникальной системы «Фабрика IPO», которая предоставит инвесторам возможность принять участие в финансировании перспективных компаний акционерным или долговым капиталом от этапа зарождения (посевной раунд) до выхода на публичный рынок (IPO).
- **Собственный брокер.** Стратегия компании предполагает запуск собственного брокерского сервиса с целью предоставления доступа к широкому спектру финансовых услуг, включая торговлю ценными бумагами на бирже.

M&A. Компания регулярно проводит мониторинг возможностей проведения эффективных сделок по слиянию и поглощению с целью укрупнения своих позиций на рынке, обеспечения ускоренного роста основного бизнеса и выхода на новые сегменты рынка краудфинансирования.

Клиентская база

Целевая аудитория ДжетЛенд среди инвесторов – любое ФЛ или ЮЛ, а также институциональные инвесторы. Количество инвесторов на платформе превысило 63 тыс. в конце I полугодия 2024 года. За все время существования платформы было профинансировано 3587 уникальных компаний на общую сумму 21,5 млрд руб. Наибольшую долю в 66,7% по размеру портфеля на платформе занимают инвесторы с инвестициями в размере менее 1 млн руб., на высоко капитализированных инвесторов с портфелями объемом более 10 млн руб. приходится около 4,8%.

Распределение инвесторов по размеру совокупного портфеля, %



Источник: данные компании

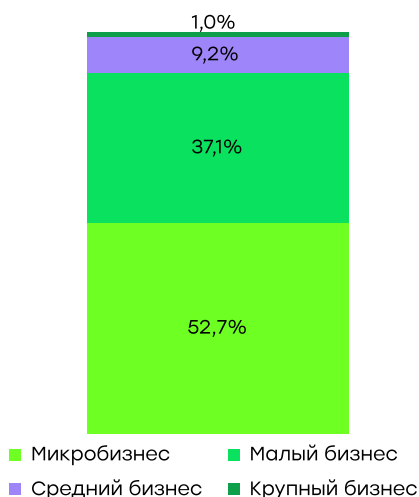
Заемщики

Целевая аудитория ДжетЛенд со стороны заемщиков – все российские компании МСП. Наибольшая доля в структуре заемщиков приходится на микробизнес (52,7%), к таким компаниям относят бизнесы с выручкой не более 120 млн руб. в год. На крупный бизнес, к которому относятся компании с оборотом 2 млрд руб. и более, приходится лишь 1% от совокупного числа заемщиков.

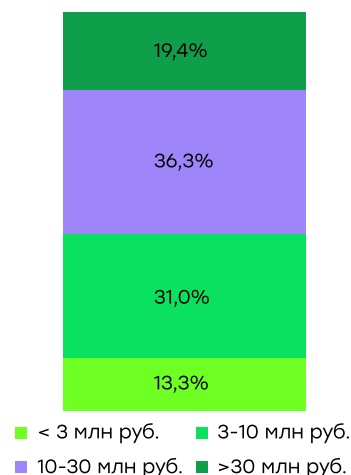
Размер финансирования на платформе ДжетЛенд не превышает 30 млн руб. для 80,6% выданных займов, примерно половина займов выдается на срок 1-2 года.

В разрезе портфеля более половины займов (52,6%) было выдано под ставки 21-29%, порядка 9,1% выдач было предоставлено под ставку 30%+. Таким образом, доходность облигаций обыгрывается инвестициями на площадке ДжетЛенд за счет более высокой кредитной премии, а депозитов – за счет отсутствия прослойки в виде банков.

Структура портфеля займов
по размеру бизнеса, %



Структура портфеля займов
по размеру, %



Источник: данные компании

Факторы инвестиционной привлекательности:

- **Динамично растущий рынок с огромной емкостью.** Российский рынок краудлендинга превышает 27 млрд руб. по объемам сделок в 2024 году, что втрое выше показателя 2021 года. Потенциальная емкость рынка оценивается на уровне более 250 млрд руб. в среднесрочной перспективе.
- **Лидер отрасли.** Объем выдач на платформе ДжетЛенд за 2024 год составил 11,5 млрд руб., что соответствует 42% доле рынка краудлендинга и превышает суммарную долю топ-5 ближайших конкурентов компании. Среднегодовые темпы роста выручки компании в 2021-2024 годы составили 129% при среднегодовом темпе роста рынка 45%. Компания нацелена довести свою долю на рынке краудлендинга до 70% в период с 2025 по 2030 годы по совокупному объему сделок и увеличить выручку к 2030 году более чем в 15 раз с текущих значений.

- **Потенциал кратного роста рентабельности.** ДжетЛенд находится на стадии активного роста и усиления своего доминирующего положения на российском рынке, активно инвестируя в маркетинг. При достижении плато по рыночной доле оптимизация расходов на маркетинг и рост комиссий приведут к кардинальному росту рентабельности. Комиссионная модель предполагает стабильный и прогнозируемый денежный поток, что предполагает высокий потенциал генерации дивидендного дохода.
- **Дивидендный потенциал.** ДжетЛенд планирует утвердить дивидендную политику и намерена распределять в качестве дивидендов не менее 25% чистой прибыли по МСФО после 2026 года. По мере укрупнения бизнеса и увеличения рентабельности компания планирует увеличить коэффициент выплат до 50-75% от чистой прибыли по МСФО.
- **Низкие риски бизнес-модели.** Доля дефолтов на платформе за 2024 год составила 2,5%. У компании отсутствует необходимость в формировании резервов на возможные потери, поскольку ДжетЛенд не является финансовым посредником или МФО. Платформа не имеет отношения к деньгам клиентов и не берет на себя кредитный риск, перекладывая его на инвесторов.
- **Технологичность.** Машинное обучение позволяет увеличивать скорость проведения оценки при гораздо более основательной риск-модели, чем у конкурентов, которая была создана выходцами из Oliver Wyman, крупнейшего мирового консультанта в области кредитного риска. ДжетЛенд обладает патентом на технические разработки в области риск-модели.
- **Высокая ликвидность.** Одной из главных проблем краудлендинга, как инвестиционного инструмента, является его низкая ликвидность. Обычно, чтобы вывести средства с платформы, инвестор должен дожидаться погашения всех займов. Для решения данной проблемы ДжетЛенд внедрила вторичный рынок, на котором инвесторы могут продать займы и быстро вывести средства.
- **Дополнительные услуги.** Платформа также предоставляет услуги крупным российским компаниям по финансовой оценке партнеров и клиентов по договорам SaaS.
- **Резидент «Сколково».** ДжетЛенд предоставляются налоговые льготы и льготы на беспошлинный ввоз оборудования.

Риски

Кредитный риск. Уровень дефолтов по краудлендинговым займам оцениваем в пределах 4-8%. Как следствие, невыполнение долговых обязательств со стороны заемщиков может привести к потере вложений инвесторов.

Правовой риск. По мере развития краудлендинга Банк России может ужесточить регулирование отрасли. Появление новых регуляторных документов/барьеров может сдерживать возможности для развития компании. Изменения в налоговом законодательстве могут привести к значительному росту налоговой нагрузки, что может оказать неблагоприятное воздействие на результаты компании.

Экономический риск. Проводимая Банком России жесткая денежно-кредитная политика и высокие ставки в экономике, замедление темпов экономического роста в стране, ухудшение деловых настроений у субъектов МСП могут негативно влиять на инвестиционные планы компаний, снижать возможности и интерес к привлечению заемного финансирования посредством краудлендинговых платформ.

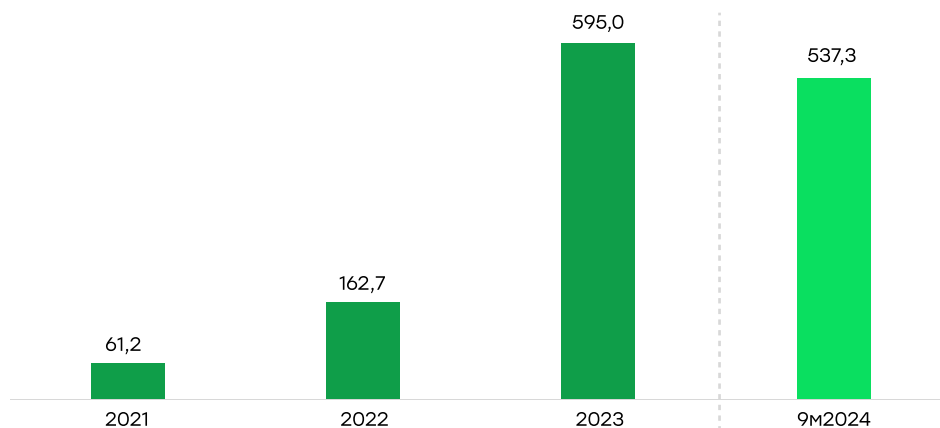
Рыночный риск. Возможные потери рыночной доли по причине активных действий конкурентов, риск существенного технического прорыва других компаний отрасли, появление новых высококонкурентных продуктов.

Риск ликвидности. Инвесторы могут столкнуться с трудностью быстрого вывода своих вложений, так как вторичный рынок не обладает абсолютной ликвидностью, и перепродажа долей в займах может быть затруднена.

Финансовые результаты

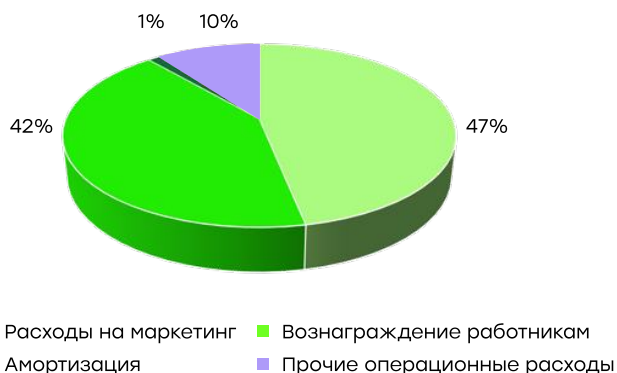
Быстрорастущий рынок краудлендинга, а также усилия компании, прилагаемые для поддержания лидирующих позиций в отрасли, позволили ДжетЛенд демонстрировать высокие темпы роста бизнеса. За период с 2021 по 2023 годы выручка по РСБУ выросла почти в 10 раз. Доход компания получает, заключая договора содействия в привлечении инвестиций с заемщиками. За это компания получает комиссионный доход, который представляет собой процент от объема сделок, как плату за доступ к инвестиционной платформе и пользование услугами содействия в привлечении инвестиций. Средняя эффективная комиссия выросла с 5,1 до 5,4% за период с 2021 по 2023 год, и до 6,1% в I полугодии 2024 года.

Выручка по РСБУ, млн руб.



Источник: данные компании

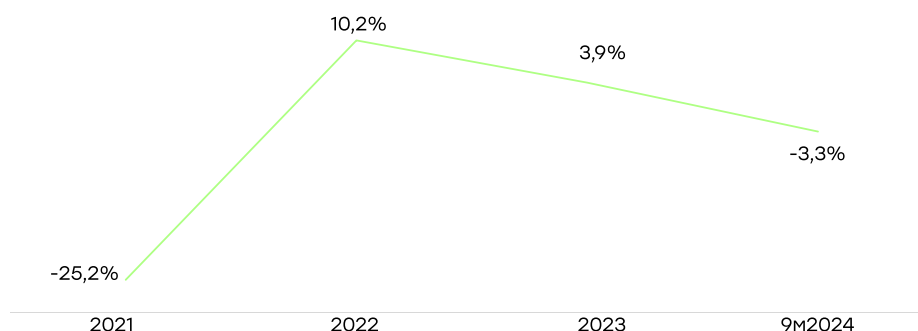
В структуре операционных расходов наибольшая доля приходится на расходы на маркетинг. Согласно данным отчетности по МСФО, за 6 месяцев 2024 года эти расходы составили 47% от операционных. Из них крупнейшими статьями являются затраты на рекламу и партнерские программы – 35% и 31% всех маркетинговых затрат соответственно. Кроме того, на платформе ДжетЛенд действуют различные бонусные акции. Основными являются «Кэшбек» и «Приведи друга». За выполнение условий бонусных программ ДжетЛенд выплачивает бонусы инвесторам, которые составляют 30% маркетинговых затрат.

Структура операционных расходов,
6м 2024 МСФОСтруктура расходов на маркетинг,
6м 2024 МСФО

Источник: данные компании

Стремление занять лидирующие позиции на российском рынке повлекло за собой повышенные расходы на маркетинг на этапе развития компании, что стало основным фактором, ограничивающим рентабельность. В 2022-2023 годах компания вышла на уровень безубыточности. Появившаяся чистая прибыль, а также привлечение средств инвесторов в капитал, позволили в III квартале 2024 года увеличить вложения в маркетинг с целью усиления позиций компании в отрасли. Из-за опережающего темпа их роста относительно выручки, а также роста процентных расходов компания получила чистый убыток. Мы считаем, что сделанные затраты начнут давать отдачу в самое ближайшее время. По итогам 2024 года компания ожидает получить выручку в размере около 729 млн руб. по РСБУ. За IV квартал она составит соответственно 192 млн руб., и это на 16% превышает выручку за III квартал (166 млн руб.). В перспективе оптимизация маркетинговых расходов при достижении целевой рыночной доли позволиткратно увеличить рентабельность бизнеса компании, высвободив потенциал для дивидендных выплат. Компания планирует в ближайшее время утвердить дивидендную политику и намерена распределять в качестве дивидендов не менее 25% чистой прибыли после 2026 года. Комиссионная модель предполагает стабильный и прогнозируемый денежный поток, обладающий высоким потенциалом генерирования дивидендного дохода.

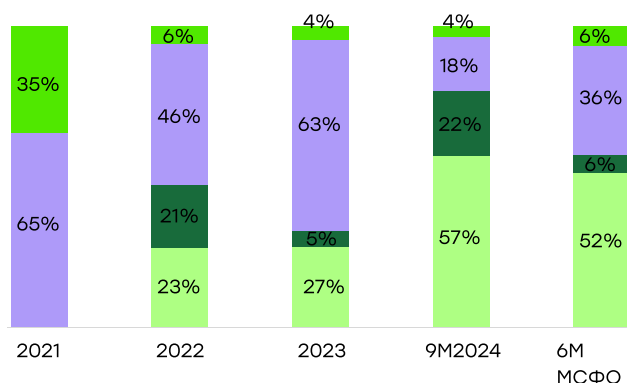
Рентабельность по чистой прибыли РСБУ, %



Источник: данные компании

Как и у большинства компаний отрасли, особенностью структуры баланса является повышенная доля нематериальных активов. Это крупнейшая статья активов, составляющая 57% валюты баланса по РСБУ и 52% – по МСФО. Создание нематериальных активов представляет из себя капитализацию затрат для разработки ПО платформы. Размеры нематериальных активов стабильно росли благодаря ежегодно увеличивающимся инвестициям в R&D. В течение 9 месяцев 2024 года их размер по РСБУ вырос с 41 млн руб. до 104 млн руб. Отличительной особенностью созданной платформы является высокая степень масштабируемости бизнеса, предполагающая возможность кратного наращивания базы активных пользователей, а также количества и объема их операций без существенных дополнительных вложений в инфраструктуру. Это предполагает снижение потребности в удельных затратах на R&D на единицу выручки в перспективе.

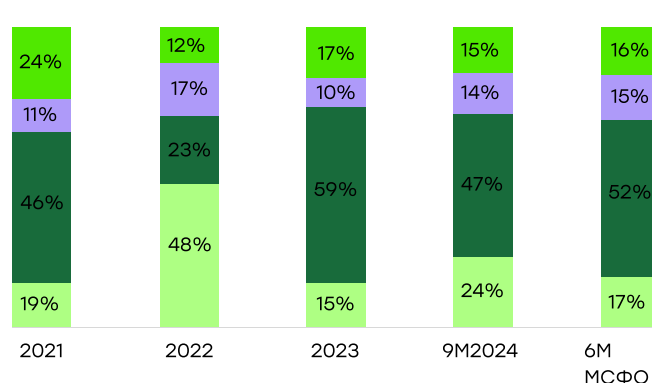
Структура активов



■ Прочие активы
■ Финансовые положения
■ Нематериальные активы
■ Денежные средства и их эквиваленты

Источник: данные компании

Структура пассивов



■ Капитал и резервы
■ Оценочные обязательства
■ Кредиты и займы
■ Прочие пассивы

Источник: данные компании

Также в структуре активов на ранней стадии развития компании существенную долю занимали денежные средства. В 2023 году эта доля достигала 63% – компания выпустила облигационный займ в объеме 80 млн руб., но на отчетную дату еще не успела потратить привлеченные средства. В связи с этим чистый долг достаточно продолжительное время был отрицательным. В 2024 году компания начала активно тратить эти средства на развитие платформы. Как следствие, чистый долг начал расти. Долговая нагрузка по показателю «Чистый долг»/EBITDA, приведенного к годовому, по данным отчетности МСФО за 6 месяцев 2024 года составила 1,7х. В III квартале 2024 года компания продолжила тратить имеющиеся запасы денежных средств. Согласно данным РСБУ, в течение квартала их размер сократился с 60 млн руб. до 32 млн руб., а доля в активах снизилась до 22%. По нашим ожиданиям, по итогам 2024 года чистый долг еще несколько вырастет. Однако в перспективе по мере получения отдачи от сделанных инвестиций долговая нагрузка снизится.

Оценка

Мы провели оценку справедливой рыночной капитализации ДжетЛенд на основе модели дисконтированных денежных потоков (DCF), а также сравнительного анализа с российскими IT-компаниями и зарубежными аналогами из сектора краудлендинга по мультипликатору P/S.

При построении модели DCF в качестве ставки дисконтирования использовался диапазон 28–29%, который учитывает изменение структуры капитала во времени, а также влияние потери проектом льготного налогового режима по мере роста бизнеса. Для расчета терминальной стоимости применена ставка дисконтирования 17,93%, отражающая прогнозируемое снижение безрисковой ставки в соответствии с ожиданиями Банка России.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC) осуществлялся следующим образом:

- **Стоимость долга** определялась на основе текущей доходности (YTM) единственного публичного выпуска облигаций компании ДжетЛенд – БО-01 (RU000A107G63). На момент анализа YTM составляла 21%.
- **Безрисковая ставка** принималась равной доходности 10-летних облигаций федерального займа (ОФЗ).
- **Ставка налога на прибыль** установлена на уровне 0% до 2027 года, исходя из нашего прогноза. Это обусловлено действием налоговых льгот для резидентов «Сколково», которые сохраняются до достижения компанией выручки в 1 млрд руб. и накопленной прибыли в 300 млн руб. После 2027 года применяется стандартная ставка налога на прибыль в размере 25%.

- **Премия за инвестиции в акции** рассчитывалась как средняя разница между доходностью 10-летних ОФЗ и доходностью индекса полной доходности за 30-летний период.
- **Бета-коэффициент** определялся на основе данных профессора Асвата Дамодарана для сектора Software (Entertainment), скорректированных с учетом структуры капитала компании ДжетЛенд.

Этот подход позволяет учесть специфику компании и ее финансовой модели, а также адаптировать параметры оценки к рыночным условиям. На основе модели DCF справедливая стоимость ДжетЛенд находится в диапазоне 6,6-7,1 млрд руб.

Ниже приводим анализ чувствительности к ключевым допущениям:

		WACC for TV				
LTC		17,50%	17,75%	18,00%	18,25%	18,50%
	3,0%	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4
	3,5%	6,8	6,8	6,7	6,6	6,6
	4,0%	7,0	6,9	6,9	6,8	6,7
	4,5%	7,2	7,1	7,0	7,0	6,9
	5,0%	7,4	7,3	7,2	7,1	7,1

Источник: расчеты «Цифра брокер»

Показатель, млн руб.	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕВИТ	280	626	1 110	1 802	2 795	3 290
Амортизация	27	47	67	88	109	131
EBITDA	307	673	1 177	1 890	2 904	3 421
НОРАТ	280	626	832	1 351	2 096	2 468
Капитальные вложения	120	143	165	187	211	226
Изменения в оборотном капитале	-17	-26	-38	-52	-70	-81
Денежный поток на инвестированный капитал	177	509	705	1 216	1 956	2 323
Дисконтированный денежный поток на инвестированный капитал	156	348	375	503	628	578

Источник: расчеты «Цифра брокер»

На основе сравнительного анализа с российскими IT-компаниями по медианному мультипликатору P/S за последние 12 месяцев (4,55x) предполагается справедливая рыночная капитализация ДжетЛенд на уровне 3,4 млрд руб. В соответствии с медианным показателем P/S за последние 12 месяцев (1,89x) по зарубежным краудлендинговым платформам справедливая оценка стоимости складывается на уровне 1,4 млрд руб.

Компания	P/S LTM	P/S на момент IPO
Хэдхантер	5,12	9,26
Arenadata	4,75	3,62
Astra	4,65	12,22
Группа Позитив	4,46	8,11
Ozon	1,43	5,34
Диасофт	4,18	6,52
Медиана российские IT-компании	4,55	7,31
Lending Club	1,84	25,58
Funding Circle	1,94	15,87
Медиана зарубежные краудлендинговые платформы	1,89	20,72

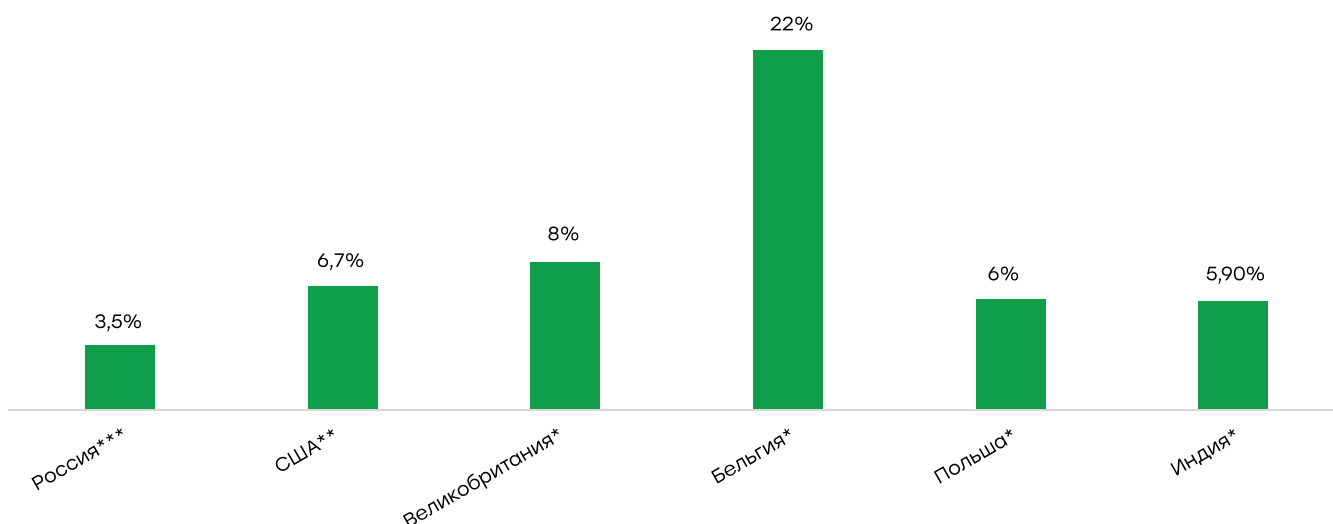
Источник: расчеты «Цифра брокер»

На основе наших расчетов, комплексная оценка справедливой стоимости ДжетЛенд находится в диапазоне 6,2-6,7 млрд руб., что соответствует мультипликатору P/S LTM на уровне 8,66х. Наша итоговая оценка определяется в соотношении 90/10 по модели DCF и мультипликатору P/S LTM по аналогам.

На российском публичном рынке отсутствуют прямые конкуренты ДжетЛенд, поэтому мы учитываем только 5% оценки по компаниям из IT-сектора, принимая во внимание позиционирование ДжетЛенд в качестве финтех-платформы и компании роста.

Вклад оценки по зарубежным краудлендинговым платформам также составляет 5%, поскольку обе компании на текущий момент являются сформировавшимися фининститутами и оперируют на рынках, где проникновение кредитования в сегмент малого и среднего бизнеса (МСБ) выше, чем в России. Так, в Бельгии отношение кредитного портфеля МСБ к ВВП страны находится на уровне 22%, в Великобритании – на уровне 8%, в США – 6,7%. В России этот показатель соответствует значению 3,5%, согласно данным Банка России, которые не учитывают квази-МСБ. Таким образом, кредитование субъектов МСБ значительно отстает от показателей развитых и развивающихся стран, обладая значительным потенциалом для роста.

Кредитный портфель МСБ к ВВП страны, %



Источник: prosperitydata360.worldbank.org, consumerfinance.gov, данные Банка России

* Данные за 2022 год

** Данные за 2018 год не учитывают средний бизнес, но только компании малого бизнеса

*** Данные за 6М2024 без учета квази-МСБ, по методологии Банка России

Финансовая отчетность ДжетЛенд по РСБУ и МСФО

Показатели РСБУ	2021	2022	2023	9м 2024
Активы	21,9	43,7	152,7	181,7
Внеоборотные активы	0,0	20,9	49,4	142,8
Нематериальные активы	0,0	11,6	41,0	103,6
Основные средства	0,0	0,1	0,1	0,0
Финансовые вложения	0,0	9,2	8,3	39,2
Оборотные активы	21,9	22,7	103,3	38,8
Дебиторская задолженность	7,7	2,4	5,1	6,0
Денежные средства и их эквиваленты	14,2	20,3	96,5	32,3
Прочие оборотные активы	0,0	0,0	1,7	0,6

Пассивы	21,9	43,7	152,7	181,7
Капитал и резервы	4,3	20,8	22,6	43,0
Уставный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0
Добавочный капитал	38,9	38,9	38,9	76,9
Нераспределенная прибыль	-34,7	-18,1	-16,3	-33,9
Долгосрочные обязательства	0,0	10,0	84,9	86,2
Долгосрочные кредиты и займы	0,0	10,0	84,9	86,2
Краткосрочные обязательства	17,6	12,8	45,2	52,4
Краткосрочные кредиты и займы	10,0	0,0	4,6	0,0
Кредиторская задолженность	5,2	5,2	25,6	27,7
Оценочные обязательства	2,4	7,6	15,0	24,7
Справочно: чистый долг	-4,2	-10,3	-7,1	53,9

Отчет о прибыли или убытке, млн руб.	2021	2022	2023	9м 2024
Выручка	61,2	162,7	595,0	537,3
Себестоимость	-70,6	-37,1	-119,1	-101,3
Валовая прибыль	-9,4	125,6	475,9	436,0
Коммерческие расходы	0,0	-90,2	-375,9	-357,3
Управленческие расходы	0,0	-20,1	-74,4	-88,3
Прибыль от продаж	-9,4	15,2	25,6	-9,7
Проценты к получению	0,0	0,4	0,8	2,5
Проценты к уплате	-0,3	-2,0	3,7	-12,8
Прочие доходы	0,8	6,4	15,8	33,2
Прочие расходы	-6,5	-3,5	-15,0	-30,8
Прибыль до налогообложения	-15,4	16,6	23,5	-17,6
Налог на прибыль	0,0	0,0	0,0	0,0
Чистая прибыль	-15,4	16,6	23,5	-17,6
EBITDA	-15,1	18,2	28,6	

Основные коэффициенты	2021	2022	2023	9м 2024
Собственный капитал/пассивы	0,19	0,48	0,15	0,24
Рентабельность по EBITDA, %	-24,7%	11,2%	4,8%	
Рентабельность по чистой приб, %	-25,2%	10,2%	3,9%	-3,3%
Чистый долг/EBITDA		-0,56	-0,25	
Текущая ликвидность	1,24	1,77	2,29	0,74

Показатели МСФО

Бухгалтерский баланс, млн руб.	2023	6м 2024
Активы	149,6	168,1
Внеоборотные активы	46,3	90,6
Нематериальные активы	41,0	86,6
Основные средства	0,5	0,1
Активы в форме права пользования	0,4	0,2
Финансовые вложения	4,8	3,7
Оборотные активы	103,4	77,6
Дебиторская задолженность	0,5	2,3
Денежные средства и их эквиваленты	96,5	60,8
Предоплаты (авансы выданные)	6,2	8,1
Краткосрочные финансовые вложения	0,2	6,3

Пассивы	149,6	168,1
Капитал и резервы	13,4	28,5
Уставный капитал	0,0	1,0
Нераспределенная прибыль	13,4	27,5
Долгосрочные обязательства	85,3	83,5
Долгосрочные кредиты	5,3	3,5
Долгосрочные займы	80,0	80,0
Краткосрочные обязательства	50,9	56,2
Краткосрочные кредиты и займы	4,2	4,1
Кредиторская задолженность	13,4	13,1
Оценочные обязательства	20,8	25,2
Задолженность перед персоналом	12,1	13,5
Обязательства по аренде	0,4	0,2
Справочно: чистый долг	-6,7	27,0

Отчет о прибыли или убытке, млн руб. **6м 2024**

Выручка	370,8
Операционные расходы, в т.ч.:	-362,1
Расходы на маркетинг	-169,6
Расходы на вознаграждения работникам	-151,5
Амортизация	-4,4
Прочие операционные расходы	-36,6
Прочие доходы	13,0
Операционная прибыль	21,7
Финансовые доходы	2,3
Финансовые расходы	-8,9
Прибыль до налогообложения	15,1
Налог на прибыль	15,1
Чистая прибыль	26,1
EBITDA	

Основные коэффициенты **6м 2024**

Собственный капитал/пассивы	0,17
Рентабельность по EBITDA, %	7,0%
Рентабельность по чистой приб, %	4,1%
Чистый долг/EBITDA (приведено к годовому)	1,68
Текущая ликвидность	1,38

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ ИЛИ ПРИГЛАШЕНИЕМ ПОДПИСАТЬСЯ ИЛИ ПРИОБРЕСТИ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ, И НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ ЧТО-ЛИБО, СОДЕРЖАЩЕЕСЯ В НЕМ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНО В СВЯЗИ С ЭТИМ ИЛИ СЛУЖИТЬ ПОБУЖДЕНИЕМ К ЗАКЛЮЧЕНИЮ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (В ЗНАЧЕНИИ, ОПРЕДЕЛЕННОМ В ФЕДЕРАЛЬНОМ ЗАКОНЕ ОТ 22 АПРЕЛЯ 1996 ГОДА №39-ФЗ «О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ»), В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ ИЛИ ЛЮБЫХ ИНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ИЛИ ЛЮБЫХ АКТИВОВ, УПОМЯНУТЫХ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ТОГО, ЧТОБЫ БЫТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ КАКИХ-ЛИБО ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ. ИНФОРМАЦИЯ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, ПРЕДОСТАВЛЕНА КОМПАНИЕЙ И НЕ ПОДВЕРГАЛАСЬ КАКОЙ-ЛИБО НЕЗАВИСИМОЙ ПРОВЕРКЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПЕРЕДАЕТСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ.

НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ СОДЕРЖИТ ПРОГНОЗЫ, КОТОРЫЕ ПРЕДСТАВЛЯЮТ ВОЗМОЖНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ НА ОСНОВЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЙ, ИЗЛОЖЕННЫХ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ. ОНИ ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ ЛИШЬ ОДИН ИЗ ВОЗМОЖНЫХ ИСХОДОВ И ЯВЛЯЮТСЯ НЕЗАВИСИМЫМ МНЕНИЕМ ТОЛЬКО АВТОРА НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. ДАННЫЕ ПРОГНОЗЫ ПОДВЕРЖЕНЫ РИСКАМ, НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ПРЕДПОЛОЖЕНИЯМ, И БУДУЩИЕ ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МОГУТ СУЩЕСТВЕННО ОТЛИЧАТЬСЯ ОТ НИХ.

ЛЮБОЕ РЕШЕНИЕ О ПОДПИСКЕ ИЛИ ПОКУПКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В РАМКАХ ЛЮБОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДОЛЖНО ПРИНИМАТЬСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ОСНОВАНИИ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В ПРОСПЕКТЕ.

ЛЮБОЕ НЕСОБЛЮЖДЕНИЕ ЭТИХ ОГРАНИЧЕНИЙ МОЖЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ СОБОЙ НАРУШЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ПРИНИМАЯ ДАННЫЙ ОТЧЕТ, ВЫ СОГЛАШАЕТЕСЬ С ВЫШЕУКАЗАННЫМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, И ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ЛИБО СДЕЛКИ, УПОМЯНУТЫЕ В НЕЙ, МОГУТ НЕ СООТВЕТСТВОВАТЬ ВАШЕМУ ФИНАНСОВОМУ ПОЛОЖЕНИЮ, ЦЕЛИ (ЦЕЛЯМ) ИНВЕСТИРОВАНИЯ, ДОПУСТИМОМУ РИСКУ, И (ИЛИ) ОЖИДАЕМОЙ ДОХОДНОСТИ. ООО «ЦИФРА БРОКЕР» НЕ НЕСЕТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ВОЗМОЖНЫЕ УБЫТКИ В СЛУЧАЕ СОВЕРШЕНИЯ СДЕЛОК ЛИБО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, УПОМЯНУТЫЕ В ДАННОЙ ИНФОРМАЦИИ.