



Обзор результатов за 2022 год

Инвестиционный холдинг

ЭсЭфАй | SFIN



Основные данные

Московская биржа	SFIN	507,4 руб.
Капитализация	\$ млн	740

Финансовые показатели		2020	2021	2022
Выручка	млн Р	19 543	13 231	15 830
Чистая прибыль	млн Р	- 3 678	4 118	6 061
Маржа	%	-	31%	38%

Мультипликаторы		2020	2021	2022
P/B		0,9	1,0	0,9
P/S		2,8	4,4	3,6
P/E		-	14,3	10,5

Динамика	за неделю	за месяц	за полгода	за год
ЭсЭфАй	1,5	2,8	18,2	22,7

Индекс Мосбиржи				
	2,3	8,6	25,0	-9,5

52w Hi - Lo	303,6
	797,6

Цены на 27 марта 2023 года
По данным ПАО «Московская биржа»

Александра Шмидт (аналитик)	shmidt@cifra-broker.ru
Даниил Болотских (аналитик)	bolotskikh@cifra-broker.ru

Код ценной бумаги	SFIN
Полное наименование	ЭсЭфАй ПАО ао
Краткое наименование	ЭсЭфАй ао
ISIN код	RU000A0JVW89
Номер государственной регистрации 1-02-56453-Р Инструмент доступен неквалифицированным инвесторам без прохождения тестирования	

ПОКУПКА

Цель на горизонте 12 месяцев:	876 руб.
Потенциал:	72%
Стоп-аут:	400 руб.



О компании

ЭсЭфАй (SFIN 507,4) – Диверсифицированный холдинг. Портфель его активов объединяет известные компании из секторов лизинга, страхования, гейминга. Также холдинг владеет миноритарными долями в компаниях из отраслей ритейла и нефтегазовой промышленности.

Корпоративные новости

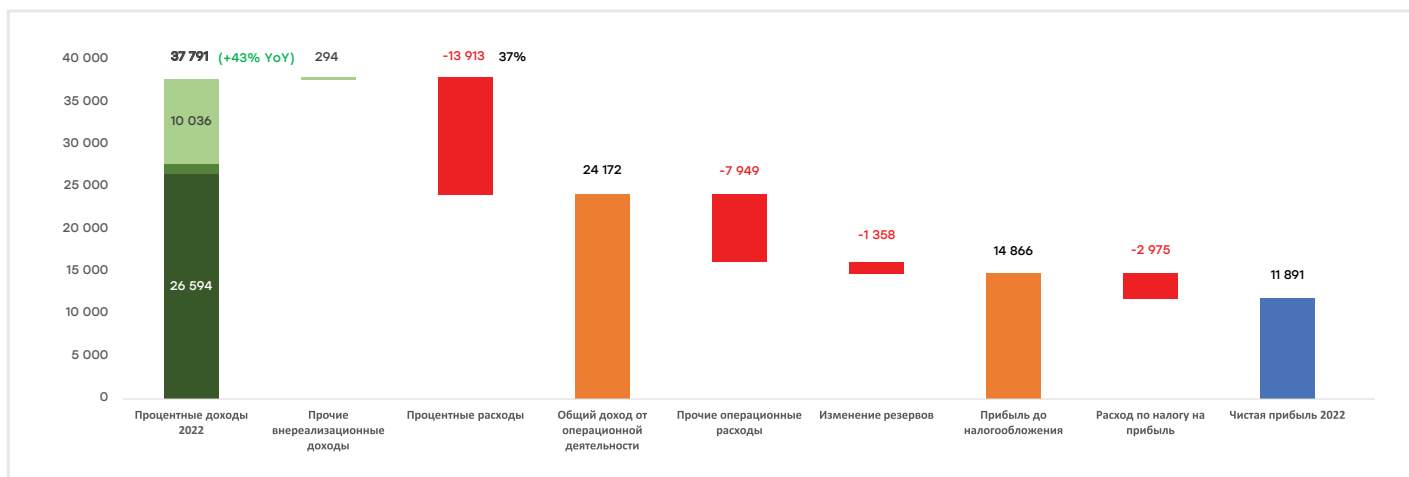
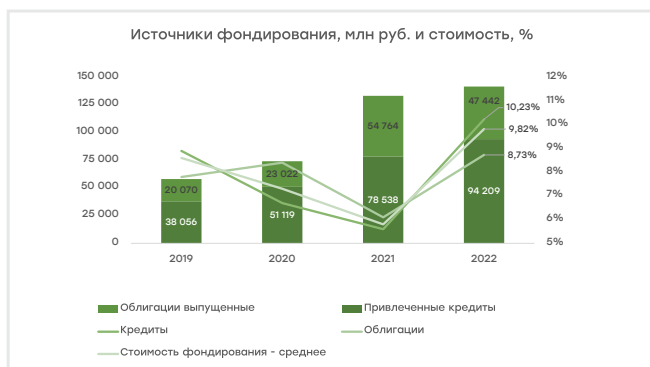
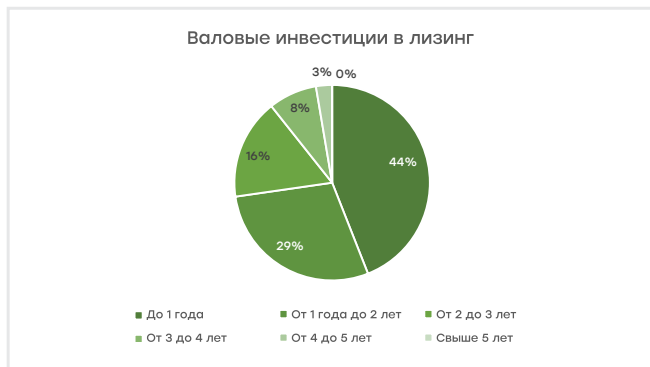
- Основные события.** В прошлом году компания изменила структуру владения, зарегистрировав в России ряд акционерных структур. Рейтинговое агентство АКРА подтвердило кредитный рейтинг холдинга на уровне A(RU), прогноз стабильный. 7 апреля компания опубликует результаты за 2022 год.
- Динамика котировок.** В 2022 году котировки акций колебались в диапазоне 260-797 руб., а с сентября 2022 года - в диапазоне 420-530 руб. В настоящее время капитализация компании достигает 57,2 млрд руб., что примерно соответствует балансовой стоимости чистых активов (P/B ≈ 1).
- Финансовые результаты.** Чистый процентный доход (net) достиг 10,4 млрд руб. (+23% г/г). Операционный доход составил 15,8 млрд руб. (+20% г/г). Чистая прибыль составила 6,1 млрд руб. (+47% г/г) или 126,53 рубля на акцию. Операционный денежный поток достиг 15,3 млрд (+37% г/г). Объем активов достиг 230 млрд руб., включая чистые инвестиции в лизинг в размере 164,2 млрд руб., инвестиции в ассоциированные компании 29,4 млрд руб. Долг холдинга составил 154 млрд руб., чистый долг – 144 млрд руб. Долг головной компании на 30.09.2022 составил 12,2 млрд руб. (сократился на 1,5 млрд. руб.). Отчетность по РСБУ за 2022 год холдинг еще не публиковал.





Обзор результатов за за 2022 год по МСФО

Лидер на рынке автолизинга Европлан



Финансовые результаты

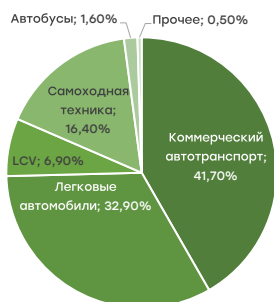
- Доходы.** Процентные доходы по операциям лизинга увеличились на 42% г/г, до 26 348 млн руб., превысив наш прогноз (24,9 млрд руб.). Общий процентный доход составил 27 755 млн руб. Процентные расходы составили 13,9 млрд руб. (+78% г/г) на фоне роста ставок и объема бизнеса. Чистый процентный доход составил 13 842 млн руб. (+26,5% г/г). Процентный доход составил 17,1% от объема чистых инвестиций в лизинг (15,8% в 2021 г.).
- Операционные расходы.** Чистые операционные расходы и резервы под кредитные убытки в совокупности составили 9 млрд руб. (+33% г/г). Рост расходов в основном обусловлен увеличением в пять раз резервов на потери по лизинговому портфелю, а также расходов на оплату труда на 27% г/г. При этом, несмотря на рост резервов, кредитное качество портфеля остается высоким. Доля неработающих активов (NPL) составляет всего 0,04%.
- Рентабельность, прибыль.** Чистая прибыль составила 11 891 млн руб. (+37% г/г). Рентабельность капитала (RoAE) составила 39,7% (40,1% в 2021 г.). Рентабельность активов (RoAA) составила 6,6% (6,4% в 2021 году). За последние четыре года уровень рентабельности активов и капитала заметно не изменился.
- Долг, капитал.** Процентные расходы по кредитам увеличились в 2,2 раза, до 9,6 млрд руб. Обязательства по кредитам за год увеличились на 20%, до 94,2 млрд руб. Доля облигаций снизилась до 33%. Стоимость фондирования под облигации составляет 8,4%. Изменение структуры фондирования обусловлено рыночной ситуацией. Капитал вырос на 29% г/г, до 33,8 млрд руб., главным образом, за счет нераспределенной прибыли прошлого года. Объем уплаченных дивидендов (акционер – ПАО ЭСЭФАЙ) составил 3,5 млрд руб. Достаточность капитала выросла до 22,4% (рекомендуемое значение в рамках Basel III – 6%).



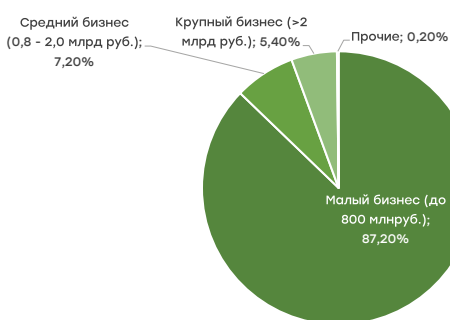
Лидер на рынке автолизинга Европлан



Портфель по типам предметов лизинга на 31.12.2022 г.



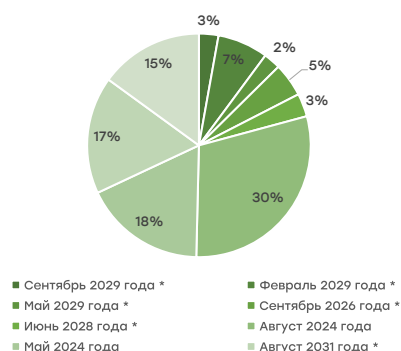
Портфель по лизингополучателям по годовой выручке



Портфель по федеральным округам на 31.12.2022 г.

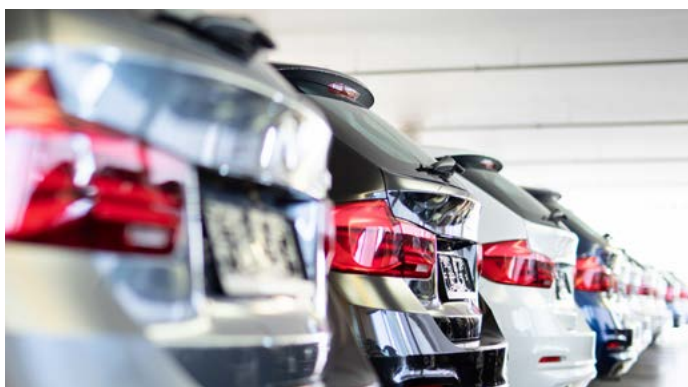


Облигации выпущенные на 31.12.2022



Наша оценка и ожидания

- Рыночная позиция.** Компания сохранила лидерство на рынке автолизинга. Доля компании составляла около 13% по итогам 2021 года и, по всей видимости, она не снизилась. Мы не видим негативных предпосылок. Удалось наладить поставки техники. 100% новых автомобилей составляют марки азиатских и российских производителей. Дефицит поставок отсутствует. Валютные риски снизились. Кроме того, компания теперь предлагает оформить в лизинг автотранспорт, ввозимый физическими и юридическими лицами в рамках параллельного импорта, что еще больше снижает риски дефицита техники.
- Лизинговый портфель.** Качество портфеля остается высоким. Заметных изменений в структуре портфеля не произошло: 87% клиентов составляют предприятия малого бизнеса, 42% приходится на коммерческий транспорт, 25% договоров приходится на московский регион. Сокращение процентной маржи незначительно повлияло на уровень риска, который вырос до 0,67%.
- Долг.** Денежный поток компании сбалансирован по срокам погашения обязательств. В ближайшие шесть месяцев новые заимствования могут не понадобиться при текущих темпах роста портфеля. В июне предстоит оферта по облигациям со сроком погашения в 2028 году. Существует риск умеренного роста процентных ставок. Но даже в случае рефинансирования займа по более высокой ставке (текущая 10,4%), это не окажет заметного влияния на стоимость обслуживания облигационного портфеля. Снижение ставок на фоне снижения инфляции будет способствовать снижению стоимости обслуживания кредитов, компания сможет увеличить долю облигаций в структуре финансирования.
- Прогноз на 2023 год.** Мы отмечаем более высокие темпы роста портфеля в прошлом году по сравнению с нашим прежним прогнозом. Также качество портфеля не вызывает сомнений, риск, даже на фоне пятикратного роста резервов, остается крайне низким. Однако рост процентных и операционных расходов сдерживал рост прибыли, и в 2023 году на фоне вероятности повышения ключевой ставки мы пока сохраняем консервативные ожидания по прибыли. Не исключаем пересмотра в сторону увеличения операционных доходов по итогам первого полугодия.





Портфельные непубличные активы

- **ВСК.** Компания не публикует финансовые результаты в этом году в связи с регуляторными требованиями. По сообщению холдинга, страховые сборы по основным направлениям с учетом перестрахования, но без учета страхования жизни, составили 96,6 млрд руб. (+9% г/г), рост сборов наблюдался по всем основным направлениям. Прибыль ВСК могла превысить 5 млрд руб. (в консолидированной отчетности указана доля холдинга в чистой прибыли ассоциированных компаний в сумме 2,5 млрд рублей). Рейтинговое агентство Эксперт РА подтвердило рейтинг финансовой надежности на уровне ruAA, прогноз – стабильный.
- **М.Видео-Эльдорадо.** Компания по-прежнему не раскрывала операционных и финансовых результатов после 1П2022 г. За первое полугодие 2022 года выручка компании составила 218,8 млрд руб. (+1,5% г/г, убыток – 4,6 млрд руб., что могло быть обусловлено курсовыми разницеми). Валовая прибыль выросла на 16,2%, до 45 млрд руб. В 2023 году компания сообщила о планах открытия новых офлайновых магазинов в формате «М.Компакт» (500 – 600 кв. м), в том числе в населенных пунктах, где магазинов группы до этого не было. В настоящий момент открыто три таких магазина.
- **РуссНефть.** Компания опубликовала отчетность по РСБУ за 2022 год. Выручка компании выросла на 19,8%, до 274,7 млрд руб., прибыль от продаж снизилась до 27,7 млрд (-42% г/г), чистая прибыль составила 8,4 млрд (-56% г/г) или 28 руб. на обыкновенную акцию. Активы компании выросли на 4,7%, до 311 млрд, капитал на 3,8%, до 101,6 млрд. За 2022 год компания смогла нарастить добычу нефти на 3,4% до 6,91 млн тонн, добыча газа составила 2,22 млрд куб.м.
- **GFN.RU.** Показатели официально до сих пор не раскрывались. Возможно, некоторые данные будут представлены в презентации для инвесторов в апреле.

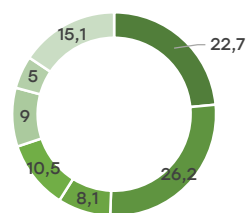




Наши оценки и ожидания

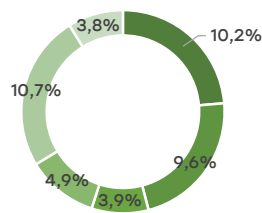
- Европлан.** Финансовые результаты укладываются в прогноз по нашей модели. Мы существенно не пересматривали оценку компании. С учетом высоких процентных ставок в нашей DCF модели, мы оцениваем Европлан в 73 млрд руб.
- ВСК.** Мы ранее снижали оценку компании в связи с неопределенностью в экономике и отсутствием данных о финансовых результатах (доля холдинга оценивалась в 17,6 млрд руб.). Поскольку прозрачность по-прежнему, отсутствует, дисконт в 20% от индикативной оценки компании мы сохраняем. Дисконт будет устранен в случае возобновления раскрытия информации. К рискам можно отнести убытки по инвестиционной деятельности, характерные для всего страхового рынка РФ по итогам 2022 года. Однако, на страховом рынке на фоне относительной стабилизации валютного курса, ситуация улучшается. Наблюдаем улучшение настроений инвесторов относительно конкурента Ренессанс страхование, акции которого выросли на 14% с начала года. По данным Банка России, совокупные сборы всех российских страховых компаний в 2022 году превысили 1,8 трлн (+0,5% г/г). Общая чистая прибыль российских страховщиков по итогам 2022 года снизилась на 14,6% до 173,1 млрд.
- Публичные активы.** Мы оцениваем миноритарные доли в М.Видео-Эльдорадо и РуссНефти по их текущей рыночной стоимости, около 3,8 млрд руб. каждая, без дисконта. Премия за размер пакета, по нашему мнению, в текущих условиях не превышает 10%, существенным образом не влияет на общую оценку холдинга. На стоимость долей в лучшую сторону может повлиять раскрытие информации, поскольку, несмотря на публичный статус, компании фактически нужную инвесторам информацию не раскрывают. Также стоит отметить отсутствие дивидендов по ним, что, по нашему мнению, сохранится в обозримом будущем. В начале 2022 капитализация М.Видео достигала 66 млрд, на текущий момент составляет 34,6 млрд руб. Если компания вернется к раскрытию информации и выплате дивидендов, это станет драйвером роста.
- Наша оценка.** С учетом небольших корректировок в модели мы повысили оценку холдинга на 4%, до 97,8 млрд руб. (876 руб. на акцию), что предполагает потенциал роста в 73% к текущим котировкам. При этом потенциал роста может раскрываться долго из-за отсутствия у частных инвесторов большого интереса к долгосрочным идеям на основе фундаментального анализа. Также стоит отметить неопределенность дивидендной политики, а этот фактор, как показывают опросы, важен для частного инвестора. Однако, потенциал роста, на наш взгляд, больше потенциала снижения. Драйверами роста являются улучшение ситуации в экономике, перспективы раскрытия информации

Сборы за год, млрд руб



■ КАСКО ■ ОСАГО ■ НСИБ ■ ДМС и ВЗР ■ ИФЛ ■ ИЮЛ и Авиа

Доля на рынке



■ КАСКО ■ ОСАГО ■ НСИБ ■ ДМС и ВЗР ■ ИФЛ ■ ИЮЛ и Авиа

Ограничение ответственности

«Цифра брокер» (коммерческое наименование ООО ИК «Фридом Финанс», ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: cifra-broker.ru Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Настоящие аналитические материалы созданы «Цифра брокер» по заказу компании на платной основе. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать. Сведения о ценной бумаге: эмитент – публичное акционерное общество «ЭсЭфАй», ISIN RU000A0JVVW89, источник раскрытия: <https://e-disclosure.ru/>, <https://sfiholding.ru/>.