

Займер

Лидер российского
микрофинансового рынка
по привлекательной оценке

13 АВГУСТА 2024



Инвестиционное резюме

МФК «Займер» – лидер российского микрофинансового рынка по объему выданных займов и размеру чистой прибыли. Также компания входит в топ-3 российских микрофинансовых организации по размеру «рабочего» портфеля займов. Рынок, на наш взгляд, излишне консервативно оценивает акции компании: сейчас они торгуются с прогнозными мультипликаторами P/E и P/BV на 2024 год на уровнях соответственно 3,9 и 1,2. ROE на 2024 год прогнозируется на уровне 34%, потенциальная дивидендная доходность за следующие 12 месяцев – 13%.

- **Микрофинансовый рынок – самый быстрорастущий сегмент российского финансового рынка.** Объем выданных на российском микрофинансовом рынке рос в среднем на 24% в год, до того как ЦБ начал постепенно ужесточать регулирование этого рынка в борьбе с высокой закредитованностью населения. В дальнейшем объем выданных на российском микрофинансовом рынке, по прогнозам Б1, будет расти примерно на 14% в год. При этом крупные представители рынка могут продемонстрировать более высокие темпы роста объема выданных – за счет консолидации рынка и более эффективных бизнес-процессов в таких компаниях.
- **Займер – лидер российского микрофинансового рынка.** В 2023 году на него пришлось 13% объема выданных краткосрочных микрозаймов (PDL) и 2% объема выданных среднесрочных и долгосрочных микрозаймов (IL). Доля Займера на российском микрофинансовом рынке по итогам года составила 6%. Кроме того, Займер в 2023 и 2022 годах стал самой прибыльной МФО.

Отметим, что бизнес-модель Займера чувствительна к дальнейшему сокращению ПСК, максимальной дневной процентной ставки по микрозаймам и максимального размера задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам.

- **Рентабельность собственного капитала Займера – одна из самых высоких среди российских публичных компаний.** В среднем ROE за 2020-2023 годы составил 54%, и в будущем он может сохраниться на уровне более 30%. Высокий ROE позволяет направлять на выплату дивидендов более 50% чистой прибыли, поддерживать рост бизнеса и сохранять высокий уровень ликвидности.
- **Стратегия Займера предполагает развитие новых финансовых продуктов для увеличения LTV клиента и роста доли на рынке.** Займер стремится диверсифицировать бизнес, добавляя в продуктовую линейку новые финансовые продукты: виртуальную кредитную карту, POS-микрозаймы. Компания активно наращивает объем выданных среднесрочных микрозаймов, что позволяет увеличить LTV клиента и снизить влияние ограничений ЦБ (дневная процентная ставка по среднесрочным микрозаймам ниже, чем по краткосрочным). В рамках диверсификации бизнеса Займер также создал собственное коллекторское агентство. Компания планирует совершать сделки M&A и может возглавить тренд на консолидацию российского микрофинансового рынка.
- **Займер оценен недорого даже в нашем консервативном сценарии.** Акции Займера торгуются с прогнозными мультипликаторами P/E и P/BV на 2024 год на уровнях соответственно 3,9 и 1,2. ROE на 2024 год прогнозируется на уровне 34%, потенциальная дивидендная доходность за следующие 12 месяцев – 13%. Такая оценка рынка, на наш взгляд, излишне консервативна (даже с учетом прогнозируемого снижения чистой прибыли и рентабельности собственного капитала в 2024-2025 гг.) Мы считаем справедливой оценкой акций Займера в диапазоне примерно 242–295 руб. за штуку. Это предполагает потенциал роста котировок на 42-74%.

- **При этом мы отмечаем и риски для бизнеса Займера.** Банк России может продолжить ужесточать регулирование потребительских кредитов и микрозаймов. Кроме того, с 1 октября 2024 года регулятор планирует повысить коэффициенты резервирования по беззалоговым микрозаймам, процентная ставка по которым превышает 250% годовых. Это может негативно повлиять на размер чистой прибыли микрофинансовых организаций. Также мы отмечаем риск роста конкуренции со стороны микрофинансовых организаций с прямым доступом к банковскому фондированию.

Консолидация на динамично растущем микрофинансовом рынке

Объем выдач на российском микрофинансовом рынке рос в среднем на 24% в год, до того как ЦБ начал постепенно ужесточать регулирование этого рынка в борьбе с высокой закредитованностью населения. В дальнейшем объем выдач на российском микрофинансовом рынке, по прогнозам Б1, будет расти примерно на 14% в год.

ЧЕМ ЗАНИМАЮТСЯ МИКРОФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ?

Микрофинансовая организация (МФО) – это некредитная финансовая организация, которая предоставляет займы на сумму до 1 млн руб. для физических лиц и до 5 млн руб. для юридических лиц и индивидуальных предпринимателей.

По статистике Банка России, средняя ставка по необеспеченным займам в таких организациях в 1К24 составляла от 43% до 284% годовых в зависимости от срока и суммы займа.

Микрофинансовый рынок представлен микрофинансовыми компаниями (МФК) и микрокредитными компаниями (МКК). МФК от МКК отличаются в основном масштабом бизнеса и требованиями регулятора к ним.

Разница между МФК и МКК

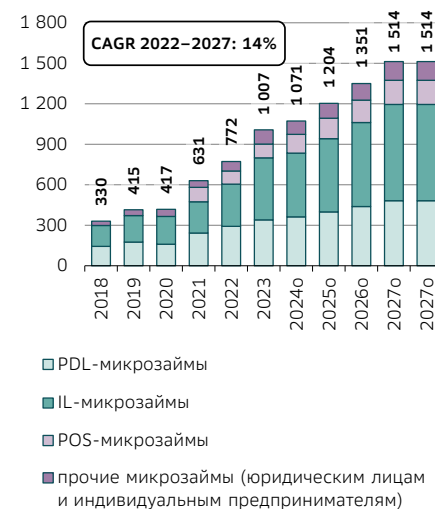
	МФК	МКК
Максимальный размер займа физическому лицу	1 млн руб.	500 000 руб.
Привлечение денежных средств физических лиц, не являющихся учредителями, участниками или акционерами	Разрешено на сумму не менее 1,5 млн руб.	Запрещено
Размер собственных средств (капитала)	Не менее 70 млн руб.	Не менее 5 млн руб.
Выпуск облигаций	Разрешен	Запрещен
Обязательство проводить ежегодный аудит	есть	нет
Надзор со стороны Банка России	Постоянный надзор	Лишь в определенных случаях

Источник: Банк России

Микрофинансовый рынок – динамично растущий сегмент финансового рынка. Совокупный портфель микрозаймов, по данным ЦБ, по итогам 1К24 года увеличился на 24% г/г до 472 млрд руб. (среднегодовой темп роста в 2018–2022 годах составил 26%). Объем выдач на микрофинансовом рынке РФ за период 1К23–1К24 увеличился на 33% г/г до 1 080 млрд руб. (среднегодовой темп роста в 2018–2022 годах составил 24%).

По прогнозам Б1, меры ЦБ по регулированию микрофинансового рынка повлияют на его динамику ограниченно: к концу 2027 года объем выдач на нем увеличится почти в два раза (то есть будет расти в среднем на 14% в год), а общий портфель займов МФО – в 2,5 раза (будет расти в среднем на 21% в год). Драйверами роста микрофинансового рынка станут:

Объем выдач на микрофинансовом рынке РФ к концу 2027 года увеличится почти в два раза, млрд руб.



Источник: Банк России, прогноз Б1

- увеличение доли МФО на рынке кредитования благодаря перетоку в них клиентов из банков (из-за еще более жестких требований ЦБ к банковскому кредитованию) и процессу цифровизации в России;
- рост среднего чека займа;
- переориентация МФО на займы с более длинными сроками (в большей степени повлияет на рост общего портфеля займов МФО).

На микрофинансовом рынке РФ наметился тренд на консолидацию. Всего на российском микрофинансовом рынке на конец 1K24 было 987 МФО, то есть почти вдвое меньше, чем пять лет назад. Большая часть МФО на микрофинансовом рынке РФ – это МКК (насчитывается лишь 37 МФК). На долю 20 крупнейших МФО по итогам 1K24 пришлось 54% общего портфеля микрозаймов. Ужесточение ограничительных мер ЦБ (о них подробнее далее) только усилит тренды на консолидацию и концентрацию по активам.

Сегментация микрофинансового рынка

Микрофинансовый рынок можно разделить на четыре основных сегмента:

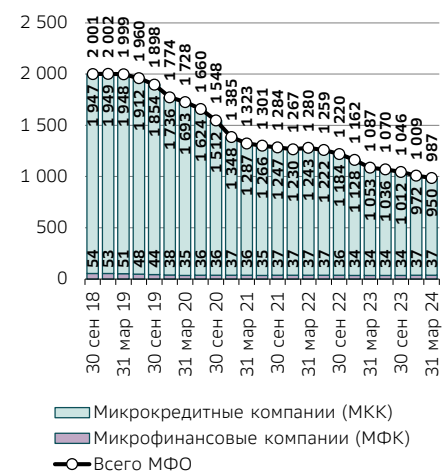
- **Краткосрочные микрозаймы («до зарплаты», payday loans, PDL).** Это необеспеченные займы. Риски по ним самые высокие, и, как следствие, процентные ставки тоже. Отличительной особенностью краткосрочных микрозаймов является погашение тела долга и накопленных процентов одним платежом в конце срока действия договора. Максимальная сумма краткосрочного займа составляет 30 тыс. руб., а средняя – 9,3 тыс. руб. Такие займы выдаются на срок не более 30 дней. Компании, как правило, выдают PDL-займы по максимально высоким ставкам из возможных. Сейчас максимальная дневная процентная ставка находится на уровне 0,8%, но ожидается ее снижение до 0,5%.
- **Среднесрочные и долгосрочные микрозаймы (installments, IL).** Могут выдаваться как на один или несколько месяцев, так и на несколько лет. В основном являются необеспеченными (беззалоговыми) займами, однако могут быть и обеспеченными. Это самый крупный сегмент на микрофинансовом рынке: по итогам 3M24 на него пришлось 54% всех микрозаймов, выданных физлицам. Высокая доля этих займов обусловлена тем, что они позволяют увеличить размер сборов по отношению к выданной сумме. Кроме того, такие займы снижают долговую нагрузку клиента за счет того, что платежи по ним распределены на несколько месяцев. Например, при PDL-микрозайме на сумму 30 тыс. руб. долговая нагрузка клиента увеличится на сумму займа и процентов по нему, поскольку выплата по такому займу осуществляется единовременно в конце срока. При IL-микрозайме на такую же сумму сроком на три месяца долговая нагрузка клиента увеличится примерно на 15 тыс. руб., то есть вырастет вдвое меньше. Это позволяет МФО выдавать займы заемщикам с более высокой закредитованностью.
- **POS-микрозаймы** – целевые микрозаймы, предоставляемые непосредственно в магазинах или на сайтах интернет-магазинов. Такие займы наименее маржинальны по сравнению с другими продуктами

Общий портфель займов российских МФО до конца 2027 года будет расти в среднем на 21% в год, млрд руб.



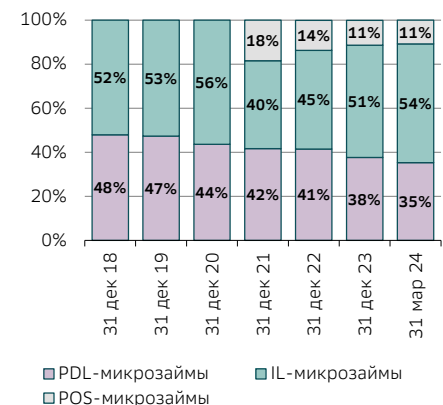
Источник: Банк России, прогноз Б1

Динамика количества МФО в России



Источник: Банк России

Доля PDL-микрозаймов в структуре выдач в целом на микрофинансовом рынке РФ сокращается



Источник: Банк России

МФО (максимальная полная стоимость POS-микрозайма в 1К24 составляла 42,88%) и используются прежде всего для привлечения новых клиентов и в кросс-продажах. По итогам 3М24 на этот сегмент пришлось 11% всех микрозаймов, выданных физлицам.

Большинство POS-микрозаймов выдают МФО, связанные с банками. Также собственные МФО для выдачи таких займов создают маркетплейсы: например, покупая товары на Ozon «в рассрочку», покупатель берет заем у МКК «Озон Кредит».

- **Прочие микрозаймы** – микрозаймы, выдаваемые юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям.

На фоне роста закредитованности населения ЦБ ввел ограничения на выдачу потребительских кредитов и микрозаймов. В 2022 году регулятор выразил обеспокоенность ростом закредитованности населения ввиду повышения доступности кредитов в период пандемии. ЦБ с 2023 года ввел ограничения на выдачу потребительских кредитов и микрозаймов клиентам с высокой долговой нагрузкой (макропруденциальные лимиты).

К действующим ограничениям Банка России в отношении МФО относятся:

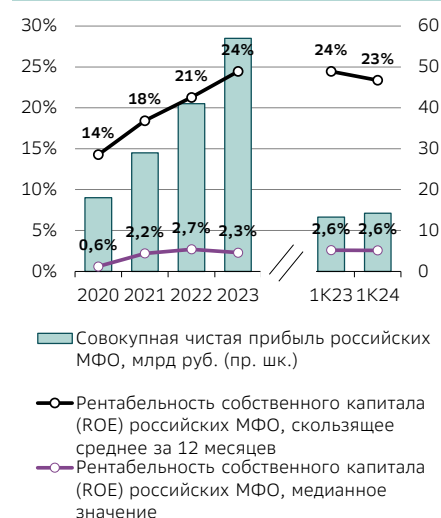
- **Ограничение ПСК, максимальной дневной процентной ставки по микрозаймам и максимального размера задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам.** Полная стоимость кредита (ПСК) выражается в процентах, а предельное среднерыночное значение ПСК рассчитывает и устанавливает ЦБ.

С июля 2023 года Банк России снизил максимальный размер процентной ставки по микрозаймам до 0,8% в день (292% годовых) с 1% ранее. Поскольку Банк России взял курс на регулирование микрофинансового рынка, вероятно дальнейшее снижение максимальной дневной процентной ставки по микрозаймам. В среднесрочной перспективе участники рынка ожидают ее снижения до 0,5%.

Также был сокращен максимальный размер задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам: теперь он составляет до 130% от суммы микрозайма (ранее он составлял 150%). Таким образом, если заемщик взял микрозаем в размере 10 тыс. руб., его максимальная задолженность не превысит 23 тыс. руб., включая основной долг.

Эти ограничения привели к снижению процентных доходов, чистой прибыли и рентабельности МФО. По данным ЦБ, в 2023 году чистая прибыль сократилась у 44% российских МФО. Однако эффект от ограничений на микрофинансовый рынок РФ оказался неоднородным, так как в целом по нему чистая прибыль в 2023 году выросла на 40%. Основная часть этой прибыли пришлась на крупные МФО. Неравномерное распределение прибыли на микрофинансовом рынке проявилось также в показателях ROE. Рентабельность собственного капитала (ROE) в целом по микрофинансовому рынку в 2023 году повысилась с 21,3% до 24,5%, а ее медианное значение снизилось с 2,7% до 2,3%. Снижение максимальных размера задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам и дневной процентной ставки по микрозаймам наиболее ощутимы для PDL-сегмента. В результате многие

Динамика чистой прибыли и рентабельности собственного капитала (ROE) российских МФО



Источник: Банк России

МФО стали отдавать предпочтение более длинным продуктам (IL-микрозаймы и POS-микрозаймы). Доля PDL-микрозаймов в общем объеме микрозаймов, выданных физлицам, по итогам 1К24 снизилась до 35% с 48% в 2018 году. Этот тренд, по нашему мнению, продолжится. Он является следствием адаптации МФО к новым регуляторным ограничениям. Фактически выдаются PDL-микрозаймы, но на срок более 30 дней, и поэтому они учитываются как IL-микрозаймы. Об этом свидетельствуют два фактора: а) средняя сумма IL-микрозайма максимально приблизилась к средней сумме PDL-микрозайма; б) растет оборачиваемость портфелей займов МФО, что, скорее всего, является следствием сокращения сроков IL-микрозаймов.

■ **Макропруденциальные лимиты (МПЛ).** Они предполагают ограничения на выдачу потребительских кредитов и микрозаймов клиентам с высоким показателем долговой нагрузки (ПДН). Показатель долговой нагрузки рассчитывается путем деления суммы среднемесячных платежей заемщика по всем его кредитам и займам на его среднемесячный доход. МПЛ не распространяются на залоговые микрозаймы. Для МФО макропруденциальные лимиты вступили в силу с января 2023 года, и с того момента их ужесточали несколько раз. На 1 июля 2024 доля потребительских кредитов и микрозаймов, предоставленных заемщикам с высоким ПДН, не может превышать следующие значения:

- Заемщикам с ПДН более 80% – не более 10% (в начале 2022 года этот лимит составлял 35%);
- Заемщикам с ПДН от 50% до 80% – не более 20% (до 1 июля 2024 года этот лимит составлял 25%).

Банк России планирует и дальше ужесточать требования к МФО. Среди мер, о которых известно:

- ▶ Включение всех дополнительных услуг в ПСК. Это может ограничить комиссионные доходы МФО, а также снизит процентные доходы, так как предельное среднерыночное значение ПСК, скорее всего, останется прежним.
- ▶ Пересмотр требований к расчету резервов на возможные потери для МФО. В первую очередь ожидается повышение коэффициентов резервирования по беззалоговым микрозаймам, процентная ставка по которым превышает 250%. Данная мера вступит в силу с 1 октября 2024 года.

Ограничительные меры Банка России уже демонстрируют эффективность: доля потребительских кредитов и микрозаймов, выданных гражданам с высокой долговой нагрузкой (ПДН более 50%), снизилась с 63% в начале 2023 года до 56% по состоянию на 1 апреля 2024. Тем не менее доля все еще остается высокой, и Банк России, по всей видимости, продолжит ужесточать эти лимиты.

Средняя сумма IL-микрозайма приблизилась к средней сумме PDL-микрозайма



Источник: Банк России, SberCIB

Займер – лидер микрофинансового рынка

ПАО МФК «Займер» – микрофинансовая компания, основанная в Новосибирске. Компания начала свою деятельность в 2014 году. У Займера нет офисов: все займы компания выдает только онлайн на банковскую карту клиента.

Основной продукт компании – PDL-микрозаймы сроком до 30 дней в размере до 30 тыс. руб. Помимо PDL-микрозаймов, компания выдает среднесрочные микрозаймы сроком 3–6 месяцев в размере до 100 тыс. руб.

Согласно рейтингу МФО от Эксперт РА, по итогам 2023 года Займер признан лидером российского микрофинансового рынка по объему выданных займов и размеру чистой прибыли. В 2023 году на него пришлось 13% от всех выдач в сегменте PDL-микрозаймов и 2% – в сегменте IL-микрозаймов. Совокупная доля Займера на микрофинансовом рынке по итогам года составила 6%.

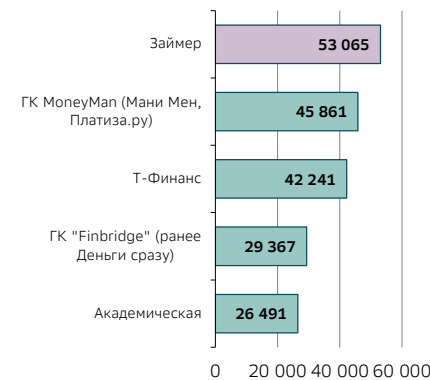
ПАО МФК «Займер» в апреле 2024 года провело первичное публичное размещение (IPO) по оценке 23,5 млрд руб. и привлекло около 3 млрд руб. (15% акционерного капитала). Основным акционером компании – Сергей Седов. Ему принадлежит 85% акционерного капитала. Остальные 15% акций находятся в свободном обращении.

Трансформация из PDL-кредитора в мультипродуктовую финтех-компанию. Еще в 2021 году доля PDL-микрозаймов в структуре выдач Займера составляла 98%, однако по итогам 2023 года их доля снизилась до 80% за счет увеличения доли IL-микрозаймов. Кроме того, в конце 2023 года Займер выпустил новый продукт – виртуальную кредитную карту с лимитом 50 тыс. руб. По принципу работы она аналогична банковской кредитной карте. Также отметим, что во второй половине 2024 года компания планирует начать выдавать POS-микрозаймы. Мы полагаем, что при дальнейшем ограничении ПСК тренд на уменьшение доли PDL-микрозаймов в структуре выдач компании продолжится, и к концу 2028 года она может сократиться до 51%.

Стратегия компании – увеличение доли на российском микрофинансовом рынке с текущих 5% до 15% к 2028 году за счет:

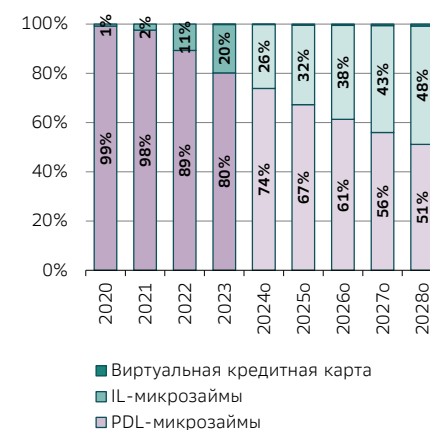
- увеличения клиентской базы благодаря продуктовой диверсификации;
- неорганического роста (сделки M&A);
- создания собственного коллекторского агентства под брендом «Профи» (открытие состоялось в июле 2024 года);
- развития еще одного своего бренда – Дополучкино.

Топ-5 российских МФО по объему выдач, млн руб.



Источник: Эксперт РА. Данные по итогам 2023 года

Структура выдач Займера



Источник: отчетность компании, SberCIB

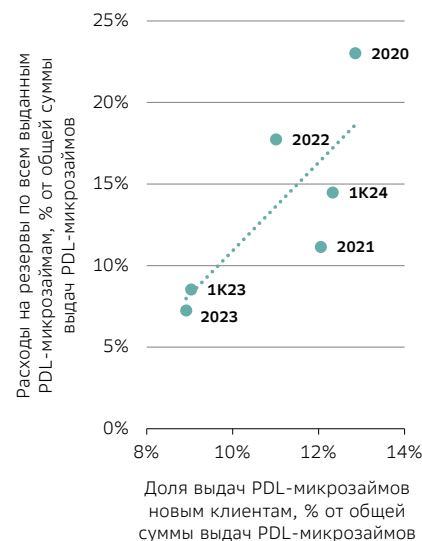
Динамика объема выдач Займера и его доля на российском микрофинансовом рынке



Источник: Банк России, отчетность компании, прогноз Б1, SberCIB

Мы позитивно оцениваем стратегию компании по увеличению доли на рынке, предполагающую продуктовую диверсификацию. Отметим, что IL-микрозаймы «расходуют» макропруденциальные лимиты медленнее (в отличие от PDL-микрозаймов, IL-микрозаймы погашаются частями аналогично потребительским кредитам, выдаваемым банками). При увеличении доли IL-микрозаймов и сохранении того же совокупного объема выдач размер портфеля займов увеличивается сильнее, так как оборачиваемость этих видов займов ниже. Это позволит компании нарастить процентный доход в условиях ужесточившихся регуляторных ограничений.

Доля выдач Займером PDL-микрозаймов новым клиентам против расходов на резервы по всем выданным PDL-микрозаймам



Источник: отчетность компании, SberCIB

Анализ и прогноз финансовых показателей Займера

Рост объема выдач Займера существенно замедлился как по сравнению с собственными среднеисторическими темпами, так и по сравнению с рынком в целом. По итогам 2023 года объем выдач Займера увеличился лишь на 2% г/г против среднегодового темпа роста на уровне 75% в 2020–2022 годы. При этом на российском микрофинансовом рынке в целом в 2023 году было выдано займов на 28% больше, чем годом ранее. Таким образом, доля Займера на рынке в 2023 году сократилась до 5,3% против 6,7% в 2022 году. Отметим, что Займер все равно остался крупнейшей МФО на российском рынке по объему выдач.

Рекордно низкие показатели рискованности портфеля Займера в 2023 году. Замедлению роста объема выдач способствовала консервативная риск-политика Займера в части новых клиентов. В 2023 году доля займов, выданных компанией новым клиентам, составила лишь 7%. Это рекордно низкий показатель для Займера. Благодаря этому стоимость риска портфеля займов компании в 2023 году существенно сократилась и достигла 12% (среднее за 2020–2022 гг. – 26%).

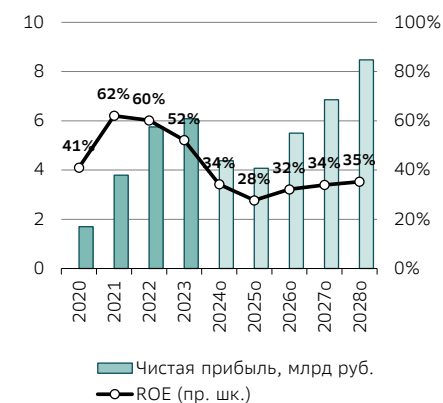
В конце 2023 года компания вновь вернулась к умеренной риск-политике в части новых клиентов. По итогам 1К24 доля выдач повторным клиентам сократилась до 91%, что позволило компании нарастить общий объем выдач на 7% г/г. Это вернуло стоимость риска портфеля займов к среднеисторическому уровню в 1К24. Таким образом, рост доли выдач новым клиентам приводит к пропорциональному росту расходов компании на резервы.

Менеджмент Займера заявлял, что компания планирует и дальше выдавать займы преимущественно повторным клиентам. Выдача займов таким клиентам имеет лучшую юнит-экономику. Однако с учетом стратегии компании по увеличению доли на рынке мы полагаем, что доля новых клиентов в структуре выдачи в 2024 и в последующие годы будет выше, чем в 2023, и составит примерно 10%–13%. В связи с этим мы не ждем, что расходы компании на резервы в будущем останутся низкими.

Процентный доход Займера под давлением из-за ограничения ПСК.

Процентный доход – основной источник доходов компании. В 2020–2022 годах чистый процентный доход Займера увеличивался в среднем на 31% в год. Однако по итогам 2023 года он сократился на 14% по сравнению с 2022, а в 1К24 – на 7% г/г. Этому способствовали ограничения максимальной дневной процентной ставки по займам со стороны Банка России и консервативная риск-политика в части новых клиентов. Мы ожидаем, что в 2024 году чистый процентный доход останется примерно на уровне 2023. По нашему мнению, рост объема выдач в 2024 году будет нивелирован полноценным влиянием на финансовые результаты снижения максимальной дневной процентной ставки до 0,8% (ее ограничение вступило в силу в середине 2023 года, поэтому имело эффект только на отчетность за 2П23; в 2024 году окажет влияние на результаты за весь год).

Динамика чистой прибыли и ROE Займера



Источник: отчетность компании, прогноз SberCIB

Займер может нарастить комиссионный доход благодаря запуску POS-микрозаймов.

Займер получает комиссионный доход лишь от начисленных пени. На долю комиссионного дохода приходится около 1% от совокупного дохода компании, что меньше, чем у большинства российских МФО (в среднем среди них по итогам 2023 года этот показатель равен 24%). Такая политика позволяет Займеру удерживать клиентов и сохранять их высокий уровень лояльности. Вместе с тем Займер рассматривает возможности введения комиссий и продажи дополнительных услуг при выдаче займов уже в 2П24. Однако мы не ждем роста доли комиссионного дохода до среднерыночного уровня, поскольку это может негативно отразиться на лояльности клиентов. Мы полагаем, что доля комиссионного дохода к 2028 году может увеличиться до 3,5% от совокупного дохода компании. Рост доли комиссионного дохода в совокупном доходе Займера в будущем может поддержать позитивную динамику чистой прибыли, несмотря на замедление роста объема выдач и процентного дохода.

Займер демонстрирует высокую операционную эффективность.

Отношение операционных расходов к операционным доходам (коэффициент CIR) до вычета резервов по итогам 2023 составило 32% (среднее значение за 2020–2022 годы около 24%). Для сравнения, у ПАО «СТГ» (материнская компания ООО МФК «КарМани», бренд CarMoney) этот показатель превышает 45%. По нашим прогнозам, в период 2024–2028 гг. коэффициент CIR Займера будет составлять в среднем 36% – прежде всего на фоне роста маркетинговых затрат на привлечение новых клиентов.

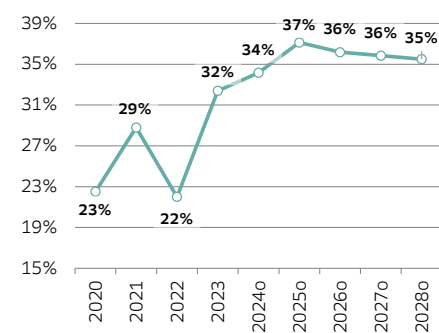
Рентабельность Займера в 2024–2025 гг. может существенно снизиться относительно показателя 2023 года, но все равно останется выше 30%.

В период с 2020 по 2022 годы чистая прибыль компании увеличилась в 3,4 раза (среднегодовой темп роста 54%). Чистая прибыль росла опережающими темпами относительно чистого процентного дохода за счет улучшения качества займов (это способствовало сокращению расходов на резервы). По итогам 2023 года чистая прибыль Займера выросла на 6% на фоне повышения доходности сделок по продаже портфелей займов (цессий) и низких расходов на резервы благодаря высокой доле повторных клиентов.

Мы полагаем, что в 2024 году чистая прибыль Займера снизится на 28% на фоне роста отчислений в резервы относительно низкой базы 2023 года при прежнем чистом процентном доходе. Мы также закладываем в нашу модель сокращение максимальной дневной процентной ставки до 0,5% в 2025 году, что, по нашим прогнозам, снизит чистую прибыль еще на 7%. Однако в дальнейшем Займер может вернуться к росту чистой прибыли за счет развития новых продуктов (виртуальной кредитной карты, POS-микрозаймов) и последующей монетизации клиентов, привлеченных посредством новых продуктов.

Доходность собственного капитала (ROE) Займера по итогам 2023 года составила 52% (средний показатель среди российских МФО – 24%), а в 1К24 снизилась до 40%. Среди российских публичных компаний финансового сектора у Займера нет конкурентов по этому показателю (второе место по ROE у ТКС Холдинга (37,8%) и Московской биржи (30%). Мы

Динамика коэффициента CIR Займера



Источник: отчетность компании, прогноз SberCIB

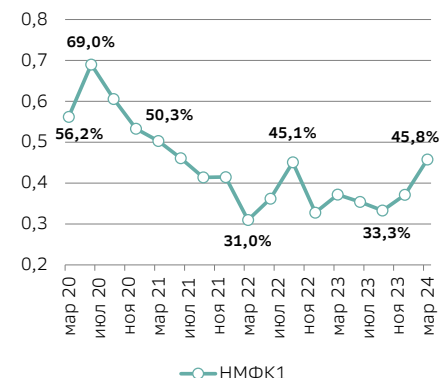
ожидаем, что за период 2024–2028 гг. ROE Займера может сократиться до 33% на фоне снижения чистой прибыли.

Высокий уровень достаточности собственных средств обеспечивается устойчивой структурой фондирования. Исторически компания поддерживает достаточность собственных средств (норматив НМФК1) в диапазоне от 30% до 65%, то есть на уровне, существенно превышающем регуляторный минимум (6%). По состоянию на 31 марта 2024 года показатель НМФК1 у Займера составил 45,8%. Высокий показатель поддерживается за счет низкой доли заемных средств в структуре фондирования компании. По итогам 1К24 доля собственных средств в структуре фондирования составила 97%, а в среднем их доля в 2021–2023 гг. находилась на уровне 88%. Благодаря высокой доле собственных средств в структуре фондирования показатель НМФК1 Займера в прогнозном периоде, по нашему мнению, не опустится ниже 15%. Вместе с тем мы ожидаем, что доля заемных средств в структуре фондирования компании в прогнозном периоде увеличится из-за необходимости развития ИЛ-микрозаймов (чем больше доля ИЛ-микрозаймов в портфеле займов, тем больше средств необходимо будет привлекать компании на фоне более низкой оборачиваемости таких займов).

Сейчас у компании нет острой необходимости в заемных средствах, и мы полагаем, что к концу 2024 года она полностью погасит имеющиеся долговые обязательства, а привлекать новые станет после достижения на рынке облигаций комфортных для себя условий.

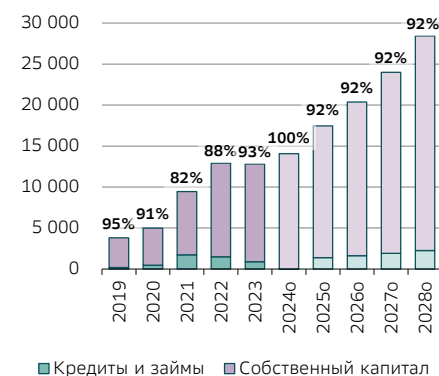
Дивидендная политика Займера привлекательна для желающих получать регулярные выплаты. Дивидендная политика компании предполагает ежеквартальные дивидендные выплаты в размере не менее 50% от чистой прибыли по МСФО за период. За 1К24 компания выплатила акционерам 100% от чистой прибыли. Дивидендная доходность за квартал составила 1,9% (или 7,6% годовых). За следующие 12 месяцев дивидендная доходность может составить 13%.

Достаточность собственных средств Займера значительно превышает регуляторный минимум (6%)



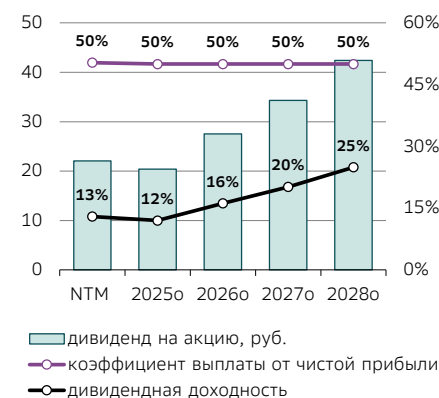
Источник: отчетность компании

Источники фондирования Займера, млн руб.



Источник: отчетность компании, прогноз SberCIB

Прогноз дивидендной доходности по акциям Займера

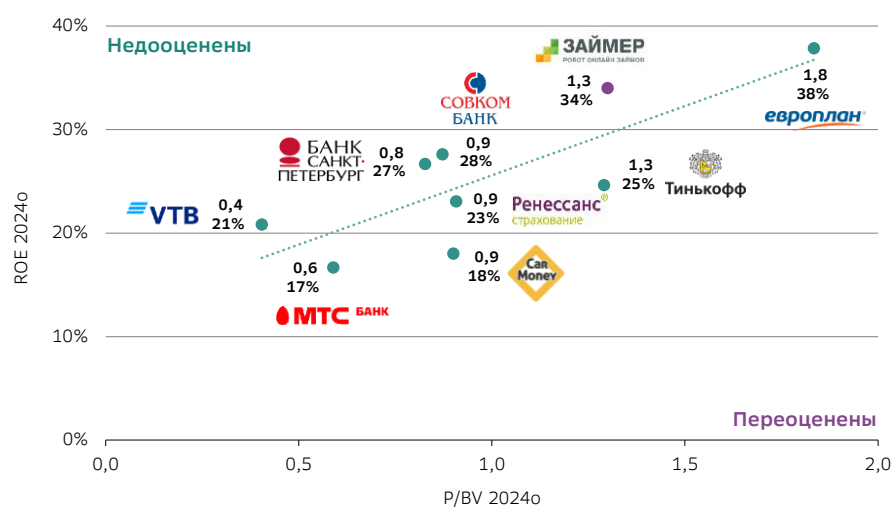


Источник: прогноз SberCIB

Займер оценен недорого даже в нашем консервативном сценарии

Акции Займера торгуются с прогнозными мультипликаторами P/E и P/BV на 2024 год на уровнях соответственно 3,9 и 1,2. ROE на 2024 год прогнозируется на уровне 34%, потенциальная дивидендная доходность за следующие 12 месяцев – 13%. На наш взгляд, рынок излишне консервативно оценивает акции компании (даже с учетом прогнозируемого снижения чистой прибыли и рентабельности собственного капитала в 2024-2025 гг.) Мы считаем справедливой оценку акций Займера в диапазоне примерно 242–295 руб. за штуку. Это предполагает потенциал роста котировок на 42-74%.

Прогноз P/BV и ROE российских финансовых компаний на 2024 год



Источник: SberCIB

SWOT-анализ Займера

Сильные стороны

- Лидерство на российском микрофинансовом рынке.
- Высокий уровень достаточности собственных средств и высокая операционная эффективность бизнеса.
- Компания осуществляет деятельность исключительно онлайн, что является менее затратным каналом продаж по сравнению с офлайн-офисами.
- Высокая степень удовлетворенности клиентов продуктами компании и высокая лояльность клиентов (высокие индекс удовлетворенности клиентов (CSI), индекс потребительской лояльности (NPS), высокие рейтинги мобильного приложения МФК «Займер» в App Store и Google Play).

Слабые стороны

- Продуктовая линейка компании отличается низкой диверсификацией по сегментам. Компания сосредоточена на выдаче PDL-микрозаймов (80% от ее объема выдачи в 2023 году).
- Бизнес-модель Займера чувствительна к дальнейшему сокращению ПСК, максимальной дневной процентной ставки по микрозаймам и максимального размера задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам.
- В рамках текущей бизнес-модели масштабирование деятельности компании сдерживается макропруденциальными лимитами.

Возможности

- Расширение продуктовой линейки компании.
- Наращивание доли выдачи IL-микрозаймов.
- Увеличение доли на микрофинансовом рынке за счет его дальнейшей консолидации.
- Рост доли комиссионного дохода в совокупном доходе компании может в будущем поддержать позитивную динамику чистой прибыли, несмотря на замедление роста портфеля займов.

Риски

- Дальнейшее ужесточение регулирования микрофинансового рынка со стороны ЦБ в части макропруденциальных лимитов и требований к резервированию.
- Дальнейшее ограничение ПСК, максимальной дневной процентной ставки по микрозаймам и максимального размера задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам, в результате чего будет снижаться маржинальность бизнеса МФО.

- В случае, если высокая ключевая ставка ЦБ сохранится надолго, Займер будет вынужден привлекать фондирование по более высоким процентным ставкам. Это увеличит процентные расходы и негативно повлияет на маржинальность его бизнеса.
- Повышение закредитованности имеющейся клиентской базы может привести к необходимости выдавать больше займов новым клиентам. Это повлечет рост расходов на резервы и краткосрочное снижение маржинальности бизнеса.
- Ухудшение макроэкономической ситуации в России может привести к ухудшению качества кредитного портфеля компании, что повлечет рост расходов на резервы.
- Крупные банки создают МФО с прямым доступом к дешевому фондированию, что усиливает конкуренцию на микрофинансовом рынке.

Некоторые инвесторы могут отказываться от инвестиций в компанию из-за несоответствия деятельности компании ESG-повестке.

Ограничение ответственности