

Софтлайн –

ОДИН ИЗ ЛИДЕРОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ИТ-УСЛУГ

28 АВГУСТА 2023



Софтлайн – ключевой игрок на российском ИТ-рынке

В данном отчете мы анализируем текущее положение и перспективы дальнейшего развития компании «Софтлайн» – ведущего игрока на российском рынке дистрибуции и производства программного и аппаратного обеспечения. Компания объявила о намерении провести прямой листинг акций на Московской бирже и опубликовала ключевые параметры обмена акций на ГДР Noventiq Holdings Plc.

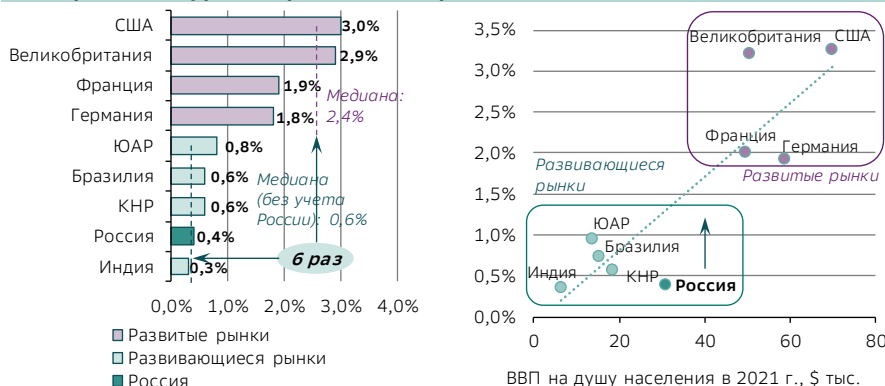
- Софтлайн – один из лидеров российского ИТ-рынка, где в среднесрочной перспективе ожидается рост более чем на 10% в год. Комплексные продуктовые и сервисные предложения от Софтлайна покрывают более 55% целевых сегментов ИТ-рынка: B2B и B2G.
- Компания имеет существенные перспективы роста благодаря таким сопутствующим факторам, как импортозамещение ПО, государственная поддержка сектора, глубокие знания и большой опыт в сегментах с опережающим ростом – облачные сервисы, кибербезопасность.
- Имея сильные компетенции, диверсифицированный портфель решений и обширную базу B2B-клиентов, в текущей ситуации Софтлайн, на наш взгляд, сможет опередить рынок. Мы прогнозируем, что в 2022–2027 годах компания сможет увеличить долю на рынке к 2027 году до 10% с нынешних 7%.
- Софтлайн стремится инвестировать в новые направления роста и развивает собственный портфель высокомаржинальных продуктов, способных обеспечить прирост рентабельности как по валовой прибыли, так и за счет эффекта масштаба на уровне EBITDA.
- Наш анализ Софтлайна и фундаментальные предпосылки роста российского ИТ-рынка формируют позитивный взгляд на бизнес компании на долгосрочном горизонте.
- Среди рисков мы отмечаем отсутствие информации о конечных бенефициарах эмитента, усиление конкуренции со стороны крупных игроков, дефицит ИТ-кадров и, как следствие, потенциальный опережающий рост затрат на персонал. Кроме того, следует учитывать риски неэффективности собственных разработок, логистические и юридические сложности ведения бизнеса.

Российский ИТ-рынок имеет высокий потенциал роста

Рынок ИТ перестроился после спада в 2022 году. Уход большого количества поставщиков оборудования и ПО не только приведет к развитию каналов параллельного импорта, но также потребует смены вендоров и поиска альтернативных поставщиков из дружественных юрисдикций. Кроме того, сложившаяся ситуация будет способствовать росту рынка ИТ-услуг, включая поддержку решений ушедших вендоров или разработку на заказ альтернатив их программному обеспечению, а также разработку и реализацию комплексных проектов миграции на новые технологические решения. Частные облака с инфраструктурой, которая находится в России, также будут пользоваться повышенным спросом, особенно после того, как было введено дополнительное регулирование хранения данных для ряда компаний.

Рынок будет расти на 11% до 2027 года. По прогнозам Б1, это приведет к тому, что уже в 2023 году объем целевых для Софтлайна сегментов российского ИТ-рынка превысит уровень 2021 года на 12% и вырастет примерно на 18% с уровнем 2022 года. Прогнозы Б1 предполагают, что в период до 2027 года рынок будет ежегодно расти в среднем на 6% в реальных ценах и на 11% с учетом инфляции, причем рост в основном будут обеспечивать такие сегменты, как программное обеспечение (наиболее значимый для Софтлайна сегмент), а также облачная инфраструктура и хостинг инфраструктуры. При этом стоит отметить, что Россия, несмотря на технологическую продвинутость во многих сферах экономики, существенно отстает от многих стран по объему инвестиций в ИТ, что обеспечивает дополнительный потенциал роста сектора.

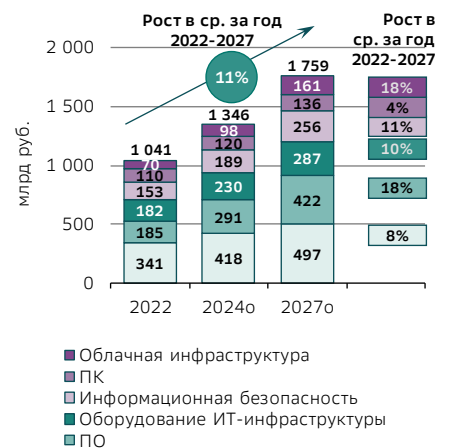
Расходы на ИТ как доля от ВВП в России имеют шестикратный потенциал роста до уровня развитых стран



Источник: Б1, компания, SberCIB

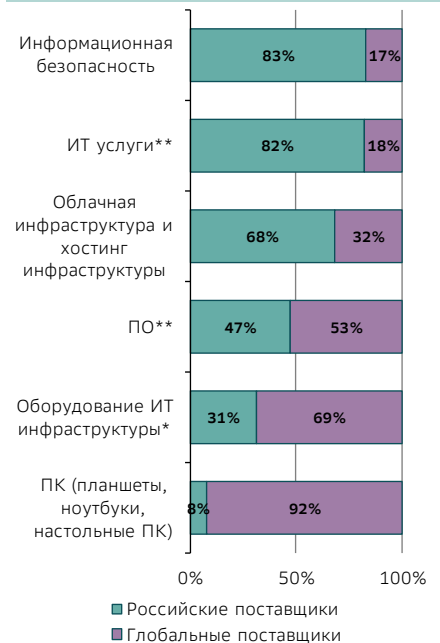
Импортозамещение и государственное стимулирование способствуют росту рынка: доля российских ИТ-производителей на ранке вырастет. До 2022 года импортозамещению препятствовал прагматичный подход компаний, которые не собирались менять уже внедренные стабильно работающие решения западных вендоров, хорошо знакомые сотрудникам и унифицированные для целых секторов. Однако после событий 2022 года импортозамещение в сфере ИТ стало неизбежным.

Наиболее значимые для Софтлайна сегменты будут расти быстрее, чем рынок в целом



Источник: Б1, SberCIB

Доля рынка российских поставщиков в разных сегментах рынка ИТ в 2021 году



* Включая оборудование ИБ, оборудование корпоративных сетей связи, системы хранения данных серверы и с учетом соответствующих направлений информационной безопасности.

** С учетом соответствующих направлений информационной безопасности (оборудование ИБ, ПО для ИБ, услуги ИБ).

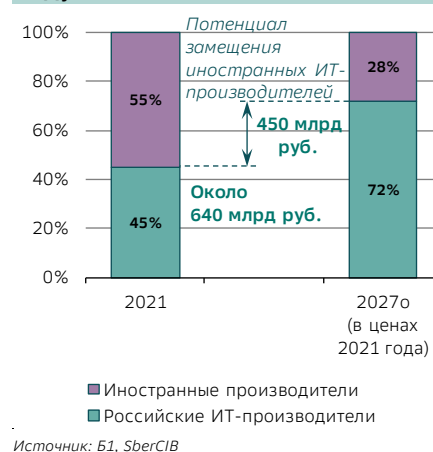
Источник: Б1, SberCIB

- ▶ С одной стороны, это создает потенциал роста для отечественных поставщиков оборудования, программного обеспечения и ИТ-услуг. Отметим, что такие решения могут быть дороже для клиента – в отличие от крупнейших зарубежных компаний, у российских поставщиков отсутствует (как минимум на ранней стадии) эффект масштаба.
- ▶ С другой стороны, повышается потребность в разработке собственных кастомизированных решений, поскольку не все решения от российских поставщиков являются полноценными комплексными аналогами и не могут в полной мере сразу заместить ПО западных компаний.

Государственное стимулирование. Государство стимулирует импортозамещение в ИТ-секторе в том числе на законодательном уровне (указы Президента РФ №№166, 250). С мая 2022 года для предприятий критической инфраструктуры действует запрет на приобретение иностранного ПО, а с 2025 года – на использование иностранного ПО. Ужесточение регуляторных требований в сфере информационной безопасности выгодно как отраслевым игрокам, например Группе Позитив, так и Софтлайну, ключевому партнеру Группы Позитив. Вместе с тем государство предлагает и механизмы стимулирования для отечественных ИТ-компаний, включая налоговые льготы, льготное кредитование и субсидии.

Доля российских ИТ - производителей вырастет. По оценке Б1, доля российских ИТ-производителей на рынке может вырасти с 45% в 2021 году примерно до 72% в 2027, или на 450 млрд руб. в ценах 2021 года.

Потенциальное изменение структуры поставщиков к 2027 году



Описание компании «Софтлайн»

Софтлайн – один из лидеров быстрорастущего российского ИТ-рынка, который, по оценкам Б1, в 2022–2027 годах покажет среднегодовой рост 11% и достигнет объема 1,759 трлн руб. (выручка без НДС). Софтлайн стремится инвестировать в новые направления роста и собственные продукты в перспективных сегментах, таких как облачные вычисления, кибербезопасность, искусственный интеллект/машинное обучение, аппаратное обеспечение, отраслевые и бизнес-решения, разработка ПО на заказ и прочие услуги. Софтлайн занимает 7-е место в рейтинге крупнейших российских ИТ-компаний. Лидирующие позиции компании подтверждаются независимыми профильными рейтинговыми агентствами, такими как CNews Analytics, Tadviser и RX Rating Review.

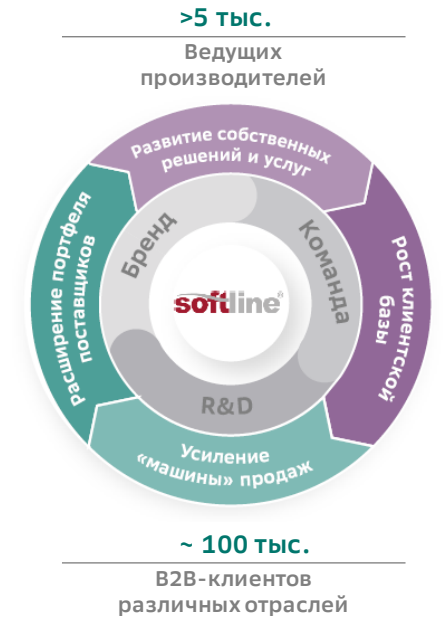
Мы оптимистично смотрим на бизнес компании. На наш взгляд, компания сможет наращивать оборот темпами выше, чем в среднем рынок ИТ. При этом мы ожидаем повышения рентабельности компании на уровне скорректированной EBITDA (относительно валовой прибыли) за счет роста доли собственных продуктов и эффекта масштаба.

Мы выделяем четыре основных фактора, которые позитивно повлияют на бизнес компании:

■ **Способность Софтлайна сохранить статус лидера и показать высокие темпы роста.** На наш взгляд, российский ИТ-рынок восстановится после непростого 2022 года, а ИТ-бюджеты клиентов будут увеличиваться как за счет общемирового тренда цифровизации бизнеса, так и в силу необходимости импортозамещения. В отрасли низкий уровень концентрации, что предполагает высокий потенциал роста через эффективные сделки M&A. Бизнес Софтлайна, вероятно, будет расти быстрее рынка благодаря мощной системе продаж, широкому перечню компетенций в большинстве сегментов рынка, а также синергетическому эффекту от масштабирования ранее приобретенных компаний на своей обширной клиентской базе (более 100 тыс. B2B-клиентов). Мы полагаем, что компания сможет увеличить рыночную долю к 2027 году до примерно 10% (без учета потенциальных сделок M&A в будущем) с нынешних почти 7%.

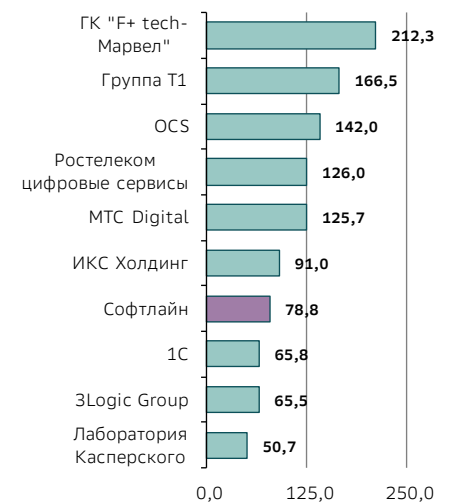
■ **Широкий спектр услуг компании.** По расчетам компании Б1, предложения Софтлайна покрывают более 55% российского рынка ИТ. Целевые сегменты охватывают все сегменты рынка, за исключением мобильных устройств, инфраструктуры мобильных операторов и аутсорсинга бизнес-процессов. Совокупный объем целевых для компании сегментов – B2B, B2G, B2C – в 2022 году, по оценкам Б1, составил около 1,32 трлн руб. Основная доля целевой части рынка приходится на сегменты B2B и B2G, которые обеспечивают примерно 87% оборота Софтлайна. На них в меньшей степени повлияли факторы, которые привели к сокращению всего рынка в 2022 году. Доля сегментов B2B и B2G на целевом рынке Софтлайна выросла с 77% почти до 79%.

Софтлайн – ведущий игрок на российском рынке дистрибуции и производства ПО и аппаратного обеспечения



Источник: компания, SberCIB

Выручка (с учетом НДС) топ-10 российских ИТ-компаний, млрд руб.



Источник: Cnews, компания, SberCIB

- **Рост доходности базовых услуг компании.** Мы считаем, что рост доли отечественных продуктов на ИТ-рынке потребует более высокого уровня знаний и опыта, а также большего объема работ по проектированию, обучению, миграции, тестированию, запуску и поддержке. Как следствие, это повысит маржинальность для компаний, обладающих широким набором компетенций как по внедрению новых продуктов, так и по поддержке продуктов глобальных вендоров, покинувших Россию.
- **Наращивание доли собственных продуктов.** По нашему мнению, развитие направления собственных продуктов в перспективных сегментах ИТ-рынка, в том числе за счет эффективных сделок M&A, позволит Софтлайну быстро занять наиболее привлекательные ниши и реализовать возможности роста за счет обширной клиентской базы и отлаженной системы продаж, таким образом масштабируя продажи высокомаржинальных продуктов. Компания занимает существенную долю рынка, и расширение портфеля собственных продуктов позволит ей укрепить лидерские позиции.
- **Софтлайн имеет статусы, которые могут обеспечить налоговые, кредитные и прочие льготы.** На схеме ниже мы подробно описываем статусы компании и типы льгот, которые компания может получить.

Четыре ключевых фактора для бизнеса Софтлайна:

- Способность сохранить статус лидера и показать высокие темпы роста.
- Рост доходности базовых услуг компании.
- Наращивание доли собственных продуктов.
- Стабильность господдержки для ИТ-сектора.

Статусы, которые могут обеспечить налоговые, кредитные и прочие льготы

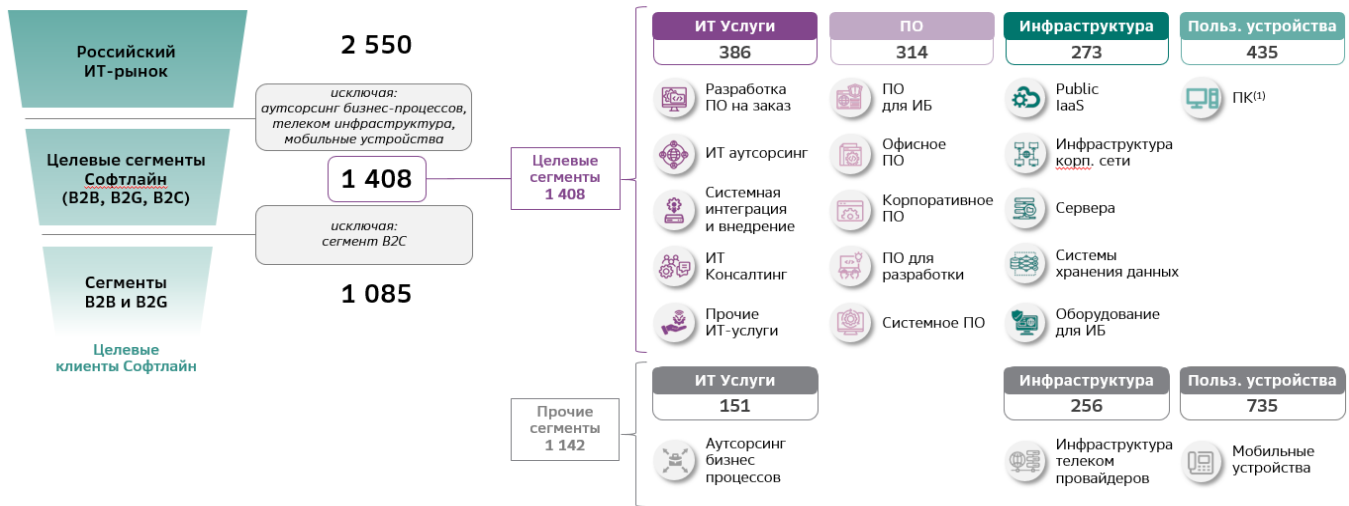


* С мая 2022 года – запрет на приобретение, с 2024 года – запрет на использование.

Источник: компания, SberCIB

- **Стабильность господдержки для ИТ-сектора.** Мы ожидаем, что эта поддержка на среднесрочном горизонте будет значительной как в части повышения мотивации покупателей, так и для производителей АО и ПО. С одной стороны, государство стимулирует импортозамещение и цифровизацию посредством ограничений и субсидий. С другой стороны, ИТ-компании на среднесрочном горизонте (до 2025 года) имеют ряд существенных стимулов в виде льгот по налогу на прибыль и взносам в социальные фонды, льготных кредитов и др. С учетом того, что цикл перестройки ИТ-решений, вероятно, займет более трех лет, мы считаем вполне вероятным, что срок действия мер поддержки для ИТ-производителей будет продлен.

Целевые сегменты Софтлайна охватывают 55% рынка ИТ в России, млрд руб.



Источник: Б1, компания, SberCIB

Структура сделки

Приглашение делать оферты со стороны текущего акционера позволит держателям ГДР Noventiq обменять их на акции ПАО «Софтлайн»... Особенность запланированной Софтлайном сделки – отсутствие собственно размещения (как со стороны компании, так и со стороны текущего акционера) акций среди широкого круга заинтересованных инвесторов. Фактически компания проводит процедуру получения прямого листинга на Московской бирже, а ликвидность акций будет обеспечена в результате обмена ГДР компании Noventiq, которая образовалась в результате выделения российской части бизнеса из Softline Holding PLC и контролирует международный сегмент бизнеса, на акции ПАО «Софтлайн».

Сотрудникам и менеджменту выделено 30 млн акций ПАО «Софтлайн» в рамках программы долгосрочной мотивации, что составляет 10,7% капитала. При этом данные акционеры не будут иметь отлагательных условий продажи полученных акций.

В мае Noventiq объявила о завершении объединения со SPAC Corner Growth Acquisition Company, что должно позволить ей получить листинг на Nasdaq. При этом 26 июля 2023 года Noventiq завершил процедуру делистинга с Лондонской фондовой биржи. Делистинг депозитарных расписок с МосБиржи, как ожидает компания, состоится в октябре 2023 года.

... и получить до трех акций ПАО «Софтлайн» на одну ГДР Noventiq. Финальная структура обмена депозитарных расписок Noventiq на акции ПАО «Софтлайн» была утверждена 24 июля 2023 года единственным на текущий момент акционером – ООО «Аталайя», который контролируется управляющей компанией «Тетис Кэпитал».

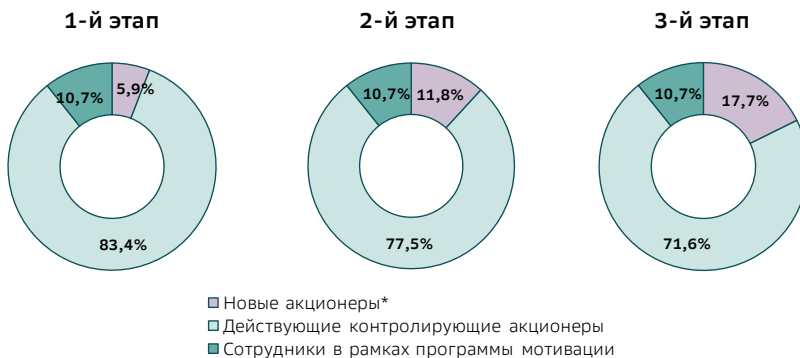
Согласованные акционером параметры обмена предполагают, что при соблюдении условий обмена владелец ГДР может получить до трех акций ПАО «Софтлайн» в течение двух лет.

При соблюдении всех условий обмена владелец ГДР Noventiq может получить до трех акций ПАО «Софтлайн» в течение двух лет

На первом этапе в обмен на одну ГДР Noventiq инвестору будет предоставлена одна акция ПАО «Софтлайн». Через 12 месяцев после завершения первого этапа обмена, в случае наличия на счету обменивающего акций ПАО «Софтлайн», инвестор получает еще одну акцию ПАО «Софтлайн» в расчёте на каждую принадлежащую ему акцию ПАО «Софтлайн» в количестве, не превышающем количество полученных акций ПАО «Софтлайн» в результате первого этапа обмена. Через 24 месяца после завершения первого этапа обмена инвестор получит еще одну акцию ПАО «Софтлайн» в расчёте на каждую принадлежащую ему акцию ПАО «Софтлайн», но не более количества акций ПАО «Софтлайн», полученных по итогам второго этапа обмена.

Free-float по итогам обмена может составить около 30%. По данным компании, в системе НРД на данный момент учитываются около 16,5 млн расписок Noventiq. Таким образом, на первом этапе обмена доля акций Софтлайна в свободном обращении может составить порядка 5,9% и в дальнейшем по итогам следующих двух этапов возрасти максимум до 17,7%, если предположить, что все конвертировавшиеся акционеры предпочтут получить три акции Софтлайна на одну расписку Noventiq. Программа мотивации сотрудников будет реализовываться за счет передачи 30 млн акций сотрудникам от основного акционера. Доля основного акционера при таких параметрах может снизиться до 71,6%.

Структура акционерного капитала Софтлайна на каждом этапе сделки



*исходя из предположения, что все конвертировавшиеся акционеры предпочтут сохранить акции и получить три акции Софтлайна на одну расписку Noventiq

Источник: компания, SberCIB

Риски

Отсутствие ясности в части конечных бенефициаров. До завершения процедуры прямого листинга и обмена акций Софтлайна на расписки Noventiq 100% капитала компании находится в фонде под управлением УК «ТЕТИС Кэпитал». Особенность такого типа фондов заключается в том, что они не обязаны раскрывать конечных бенефициаров — пайщиков фонда. В этой связи мы не можем сделать однозначного вывода о том, кто фактически является конечным бенефициаром Софтлайна после продажи компании структурами Игоря Боровикова фондам под управлением УК «Тетис Кэпитал».

Изменение ситуации на ИТ-рынке. Уровень партнерских отношений с Microsoft, Oracle, Adobe и другими крупнейшими мировыми вендорами ранее был одним из значимых конкурентных преимуществ Софтлайна, которое позволяло компании занимать хорошую позицию на рынке и

иметь доступ к ИТ-бюджетам крупных российских компаний. После ухода или сворачивания операций крупнейших вендоров компания, обладая высоким уровнем знаний и опыта, частично сохраняет конкурентное преимущество в плане обслуживания уже имеющихся у клиентов ИТ-решений от иностранных поставщиков.

В то же время изменение структуры рынка, на наш взгляд, может ограничивать возможности компании получать больше средств из бюджетов клиентов ввиду следующих факторов:

- «Исключительный» уровень партнерства с зарубежными вендорами для ряда клиентов больше не является определяющим фактором при выборе провайдера ИТ-решений и услуг.
- Ограниченность развития старых решений и невозможность предложить клиентам альтернативные решения, в полной мере замещающие функционал традиционных зарубежных вендоров.

Конкуренция со стороны других крупных игроков рынка. С учетом сложившейся на рынке ситуации, существенного изменения структуры вендоров в связи с уходом или частичным сворачиванием бизнеса некоторыми крупнейшими зарубежными поставщиками ПО, облачных решений, оборудования, а также концентрации на импортозамещении, российский рынок с большой долей вероятности также пройдет структурную трансформацию. Она может привести к дальнейшей консолидации рынка поставщиков ПО и ИТ-решений, разработчиков и поставщиков собственных продуктов и услуг. Несмотря на то что Софтлайн имеет хорошие возможности сохранить лидирующие позиции и стать активным участником процесса консолидации рынка, мы не исключаем риск роста конкуренции, которая с одной стороны, негативно отразится на маржинальности Софтлайна, а с другой — приведет к повышению оценок стоимости потенциальных объектов М&А, если их приобретением заинтересуются одновременно несколько игроков-консолидаторов.

Риск собственной разработки. В условиях санкционного давления и отсутствия адекватной замены для значимого объема зарубежного программного и аппаратного обеспечения мы видим возможность для компаний, обладающих знаниями и опытом в области разработки ПО под заказ или коммерческого ПО, занять долю уходящих с рынка РФ зарубежных вендоров. В то же время в сегменте крупнейших клиентов, на который приходится 87% оборота Софтлайна, часть игроков могут пойти по пути разработки собственного ПО, тем самым снижая объем целевого рынка продаж ПО, услуг и сервисов.

Риск дефицита квалифицированных кадров и роста стоимости их услуг. Существенный (около 25% от выручки) объем денежных затрат компании приходится на зарплаты инженеров-разработчиков, а также на зарплаты других сотрудников (включая сотрудников отделов продаж). С учетом изменения структуры рынка и стратегии компании на рост доли на рынке разработки ПО, услуг и сервисов потребность в инженерах и разработчиках в России и у Софтлайна соответственно увеличивается. Дефицит кадров может негативно сказаться на возможностях дальнейшего роста компании и отразиться на уровне затрат на персонал. Уход ряда зарубежных вендоров и провайдеров ИТ-решений и услуг привел к «высвобождению» значимого количества квалифицированных специалистов внутри страны. Это позволило ряду игроков

усилить свои позиции, нанимая целые команды специалистов, сокращенных из представительств международных компаний. При этом кадровый вопрос представляет собой один из существенных факторов риска для компаний сектора. Одним из ответов Софтлайна на этот вызов является участие сотрудников в капитале компании.

Изменение мер господдержки ИТ-сектора. В настоящее время компания пользуется рядом льгот по налогу на прибыль и взносам в социальные фонды, а также льготными кредитами. Эффективная ставка налога на прибыль по результатам 2022 года составила около 3%. Изменение налогового режима для высокотехнологичных компаний может негативно отразиться на финансовых показателях Софтлайна.

Риски импортозамещения и параллельного импорта технологий из недружественных стран. В настоящее время российский ИТ-рынок испытывает потребность в импортозамещении и «параллельном» импорте технологий из недружественных стран ввиду ограничений на поставки в РФ. В связи с этим возникает несколько факторов риска. Среди существующих на локальном рынке и производимых в дружественных странах необходимо найти такие технологии, которые смогут обеспечить достойную замену менее доступного и более качественного программного и аппаратного обеспечения из недружественных стран. Если найти подходящие аналоги не удастся, то компания может потерять часть клиентской базы, что приведет к уменьшению объема бизнеса и рыночной доли. «Параллельный» импорт, в свою очередь, предполагает, что ввозимая на территорию РФ продукция не проходит через официальные каналы дистрибуции и, соответственно, лишена технической поддержки, возможности консультаций и гарантийных обязательств ее производителя. Это может привести к практике перекалывания ответственности за качество данной продукции с производителя на Софтлайна как на продавца данной продукции. Поскольку судебная практика на данный момент не имеет достаточного количества прецедентов, невозможно оценить потенциальную степень ответственности компании в подобных случаях. В случае признания ответственности за продавцом на него могут быть возложены финансовые обязательства, рентабельность продаж ввозимых «параллельно» сторонних продуктов снизится, что приведет к ухудшению финансовых показателей бизнеса в целом.

Риски работы в B2G-сегменте ИТ-сектора. С учетом усиления контроля и повышения уровня ответственности при работе с информацией, доступ к которой ограничен, увеличения числа случаев, когда были привлечены к ответственности компании и лица, работающие с информацией, доступ к которой ограничен, а также принимая во внимание существенную долю доходов от государственных заказчиков, следует отметить, что существуют риски возникновения претензий, исков, судебных разбирательств со стороны государственных органов в отношении компании или её представителей в части соблюдения требований, которые связаны с доступом к материалам, относящимся к категориям государственной тайны или ограниченного доступа, что может негативно повлиять на развитие и текущую деятельность компании.

Ограничение ответственности