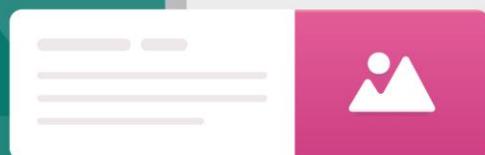
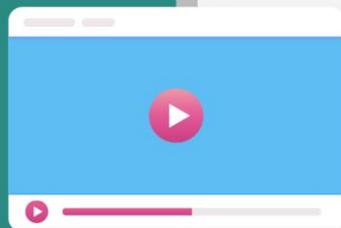
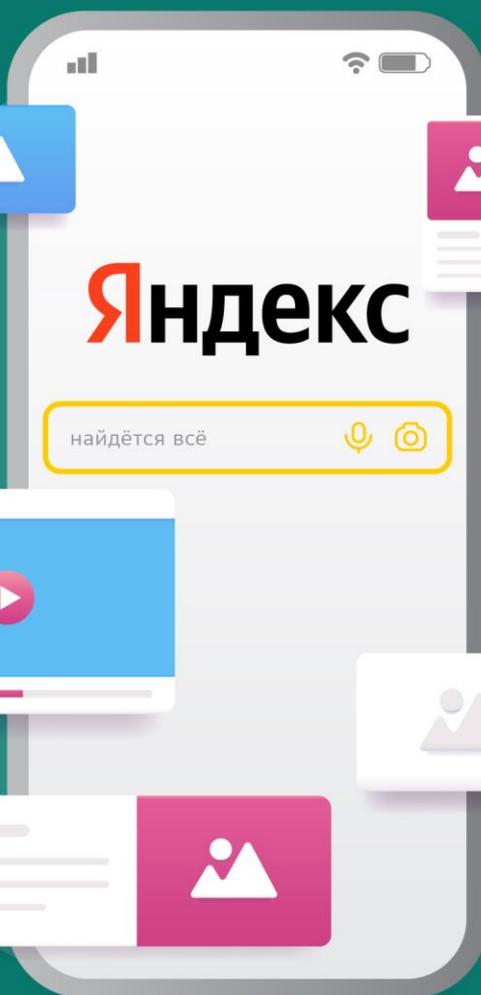
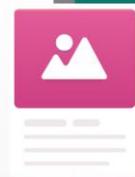


# Яндекс

Найдется все: реклама, риски,  
рост

25 ДЕКАБРЯ 2023



---

## Яндекс: реклама, риски, рост

Увеличение доходов от рекламы, такси и прочих вертикалей обеспечивает высокий потенциал роста для акций Яндекса. Основным фактором риска остается неизвестность относительно условий реорганизации. Наша целевая цена – 4 000 руб, оценка «ПОКУПАТЬ».

- **Диверсифицированный холдинг с активами в России и за рубежом.** Яндекс – ведущая российская компания в интернет-сегменте. Яндекс развивает более 90 сервисов, среди которых самые популярные в России поисковый портал, сервис заказа такси и сервисы развлечений.
- **Эффективная бизнес-модель.** Яндекс включает 7 основных направлений бизнеса. Основной доход Яндексу приносят два сегмента – «Поиск и портал» и «Такси». Компания инвестирует прибыль от этих направлений в развитие новых перспективных сервисов. В настоящее время Яндекс делает ставку на сервисы электронной коммерции, развлекательные сервисы, умные устройств и финтех.
- **Основные факторы роста Яндекса:** трансформация рекламного рынка России после ухода иностранных игроков, рост доходности сегмента «Райдтех», повышение эффективности сегмента «Электронная коммерция» и активный рост числа пользователей сегмента «Плюс и развлекательные сервисы».
- **Реструктуризация.** Яндекс планирует до конца 2023 года вынести на рассмотрение акционеров предложение о реструктуризации. Для его реализации необходимо одобрение держателей акций класса А. На наш взгляд, предложенные условия реорганизации могут существенно повлиять на стоимость акций Яндекса.
- **Наша оценка акций Яндекса – «Покупать», но мы отмечаем риски, связанные с реорганизацией.** Справедливая стоимость акций Яндекса, по нашим оценкам, составляет 4 000 руб. за штуку, что предполагает потенциал роста 50. Акции компании торгуются с коэффициентами EV/EBITDA 2024o на уровне 5,7 и P/E 2024o на уровне 9,5.

# Яндекс – не только крупнейшая ИТ-компания в России

Яндекс – диверсифицированный холдинг с активами в России и за рубежом.

Яндекс – ведущая российская компания в интернет-сегменте. Яндекс развивает более 90 сервисов, среди которых самые популярные в России поисковый портал и сервис заказа такси.

Бизнесы Яндекс подразделяются на семь ключевых направлений:

## ■ Поиск и портал (37% выручки, рентабельность по скорректированной EBITDA 52%)

Это направление включает Поиск, Геосервисы, Погоду и другие сервисы Яндекса в России, Беларуси и Казахстане. Яндекс занимает 63% на российском поисковом рынке. Поисковик является площадкой для размещения интернет рекламы для бизнеса.

**Большой рынок с высокими темпами роста.** По нашим оценкам, рынок интернет-рекламы в России по итогам 2023 года превысит 1 трлн руб. Этот рынок, как мы ожидаем, будет расти в среднем на 23% в год.

Три основных фактора, которые влияют на текущую динамику и обеспечивают потенциал дальнейшего развития рекламного рынка:

- ▶ рост доли интернет-рекламы,
- ▶ уход иностранных игроков,
- ▶ низкая доля расходов на рекламу по сравнению с другими странами.

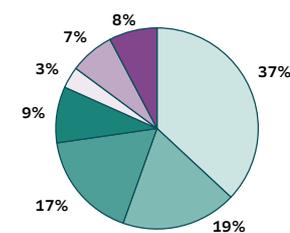
**Динамика финансовых показателей.** У сегмента «Поиск и портал» выручка в 3К23 увеличилась на 47,9% г/г. Рентабельность сегмента по скорректированной EBITDA в 3К23 составила 52%.

**Прогноз финансовых показателей.** После ухода Google и других зарубежных игроков Яндекс укрепил позиции на рынке и, по нашим оценкам, увеличил свою долю до 47%. Мы ожидаем, что в будущем доля Яндекса на рынке рекламы нормализуется до 43% на фоне опережающего роста доли ритейл-медиа (реклама на маркетплейсах). Несмотря на снижение доли на рынке интернет-рекламы, доходы Яндекса от рекламы в 2022–2027 гг., по нашим оценкам, будут ежегодно расти в среднем на 21%, а скорректированная EBITDA нормализуется на уровне 49%.

## ■ РАЙДТЕХ (19% выручки, рентабельность по скорректированной EBITDA 4,6%)

Сегмент «Райдтех» включает онлайн-заказ такси в России и других странах СНГ, а также Европы, Ближнего Востока и Африки, сервис каршеринга для физических и юридических лиц Яндекс Драйв, а также сервис аренды самокатов.

Структура выручки Яндекса в 3К23



- Поиск и портал
- Райдтех
- Электронная коммерция
- O2O-сервисы
- Объявления
- Яндекс Плюс
- Прочие бизнесы и инициативы

Источник: компания, SberCIB Investment Research

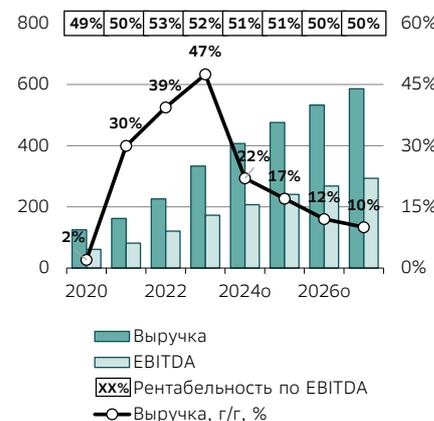
Прогноз объема рекламного рынка и доли интернет-рекламы, млрд руб.



CAGR – темпы роста в среднем за год в указанный период

Источник: АРИП, АКАР, компании, SberCIB Investment Research

Динамика оборота, выручки и EBITDA сегмента «Поиск и портал», млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Яндекс занимает лидирующие позиции на рынках такси и каршеринга в России.** Яндекс Такси – доминирующий игрок на российском рынке, в 2022 году у него практически не осталось конкурентов после того, как с рынка ушли Ситимобил и Didi (китайский аналог Uber). В 2021 году доля Яндекса на рынке агрегаторов такси составляла 66%. Этот показатель, очевидно, вырос после 2022 года.

В России рынок каршеринга один из наиболее развитых в мире, а парк каршеринга в Москве – самый большой в мире. В России около 90% рынка каршеринга распределено между четырьмя крупнейшими игроками: Делимобиль, Яндекс Драйв, BelkaCar и Ситидрайв. По данным Московского транспорта, Яндекс Драйв с долей 25% занимает второе место по количеству автомобилей после Делимобиля. Парк каршеринга Яндекса Драйва на конец 3К23 насчитывал 15,3 тыс. автомобилей.

**Динамика финансовых показателей.** В сегменте «Райдтех» совокупный оборот сервисов (GMV) в 3К23 вырос на 51% г/г за счет увеличения количества поездок и среднего чека на 18% г/г.

Выручка в 3К23 сегмента росла медленнее – на 46% г/г. Мы связываем это с увеличением субсидий водителям и снижением эффективной комиссии (effective take rate). После нормализации ситуации на рынке такси Яндекс сможет удерживать эффективную комиссию на стабильном уровне и повысит доходность сегмента за счет эффекта масштаба и выхода на прибыльность райдтех-бизнеса в других странах.

**Прогноз финансовых показателей.** По прогнозам, GMV сегмента такси с 2022 по 2027 год будет ежегодно расти в среднем на 23,6%, а к 2030 году рост замедлится до 12-15%. Мы также ожидаем повышения доходности сегмента на уровне EBITDA (в процентах от GMV) с 4,6% в 2023 году до 6,6% в конце прогнозного периода.

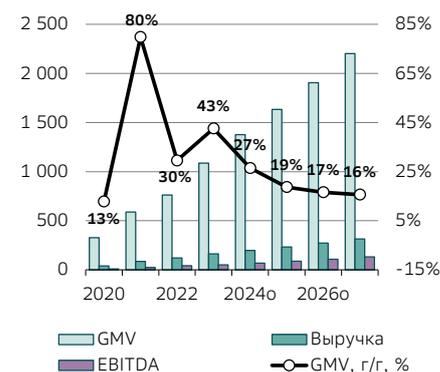
**■ Электронная коммерция (17% выручки)**

Сегмент электронной коммерции Яндекса в России и других странах СНГ включает Яндекс Маркет, Яндекс Лавку, а также сервисы доставки продуктов из магазинов Яндекс Еда и Маркет Деливери (ранее – Delivery Club, приобретен Яндексом в сентябре 2022 года).

▶ **Яндекс Маркет – один из основных источников роста доходов всей группы в период до 2030 года.** Яндекс Маркет – универсальный маркетплейс. Объем рынка универсальных маркетплейсов в России в 2022 году составил 2,7 трлн руб. и за год вырос на 80%. Основные игроки на этом рынке – Wildberries и Ozon. На их долю, согласно Data Insight, приходится до 75% рынка.

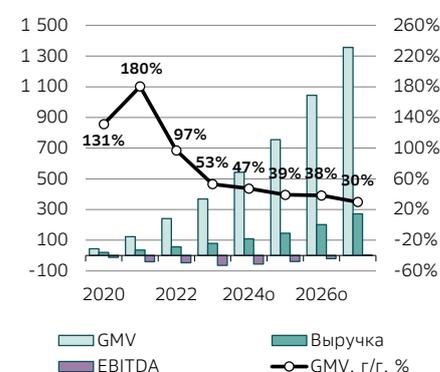
▶ **На рынке доставки продуктов (e-grocery представлен ряд сервисов Яндекса:** Яндекс Лавка, Яндекс Еда, Маркет Деливери и, частично, Яндекс Маркет. В 2022 году объем этого рынка, по данным Data Insight, составил 570 млрд руб. и вырос примерно в 1,7 раза по сравнению с предыдущим годом. На этом рынке очень высок уровень конкуренции и концентрации: согласно статистике Data Insight, на пятерых лидеров рынка (СберМаркет, ВкусВилл, Самокат, Яндекс

**Динамика оборота, выручки и EBITDA сегмента «Райдтех», млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Динамика оборота, выручки и EBITDA сегмента «Электронная коммерция», млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Лавку и Маркет Деливери) приходится 75% количества заказов. Совокупная доля сервисов Яндекс на рынке e-grocery составляет около 16%.

### Динамика финансовых показателей

- ▶ **Яндекс Маркет.** Товарооборот сервисов электронной коммерции в 3К23 вырос на 67% г/г. При этом рост торгового оборота (GMV) Яндекса Маркета замедлился до 58%, что обусловлено стремлением компании улучшить юнит-экономику заказов на фоне повышения промоактивности конкурентов. По данным компании, юнит-экономика заказов (выручка с одного заказа за вычетом прямых операционных расходов) в Яндекс Маркете в сентябре стала положительной. Компания раскрыла показатель рекламной выручки Яндекс Маркета в процентах от GMV: он составил 3,5%, что несколько ниже, чем у Ozon (4%).
- ▶ **E-grocery сервисы.** Яндекс Лавка третий квартал подряд показывает прибыль на уровне EBITDA, а сервисы доставки продуктов Яндекс Еда и Маркет Деливери в 3К23 почти достигли уровня безубыточности по юнит-экономике.
- ▶ **Положительный эффект от инициатив по снижению операционных затрат и повышению эффективности.** В августе Яндекс сообщил, что запускает собственный центр робототехники. В рамках этого проекта компания провела тестовое внедрение складских роботов, что позволило в 1П23 в рамках эксперимента сократить расходы на обработку одного заказа на 46% г/г, а расходы на доставку – на 26%.

### Прогноз финансовых показателей

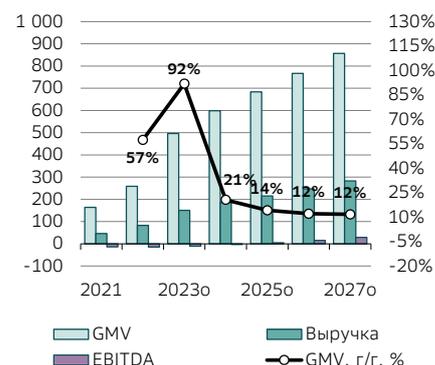
- ▶ Мы ожидаем, что Яндекс Маркет будет одним из основных источников роста доходов всей группы и в период до 2030 года его выручка будет ежегодно расти в среднем на 31%, а GMV – на 32%. Основные факторы роста для сегмента электронной коммерции – увеличение клиентской базы, а также повышение частотности покупок.
- ▶ **Выход на безубыточность в 2027 году.** Компания не раскрывает отдельно EBITDA этого направления, но мы ожидаем, что оно выйдет на уровень безубыточности к 2027 году и достигнет доходности 2,2% от GMV в 2030 году.

### ■ ПРОЧИЕ O2O-СЕРВИСЫ (9% ВЫРУЧКИ)

Этот сегмент включает следующие направления:

- ▶ Яндекс Доставка – сервис доставки на этапе «последней мили» для физических и юридических лиц. Рынок курьерской доставки «последней мили» в России, по данным РАЭК, в 2022 году составил 1,7 трлн руб. и вырос на 21% относительно предыдущего года. Курьеры Яндекс Доставки полностью обслуживают всю вертикаль e-commerce направления Яндекса, а также доставляют товары сторонних сервисов.

**Динамика оборота, выручки и EBITDA сегмента «Прочие O2O-сервисы», млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

- ▶ Яндекс Еда и Маркет Деливери – сервисы доставки заказов из ресторанов (доставка продуктов из магазинов учитывается в сегменте «Электронная коммерция»);
- ▶ Deli – сервис гиперлокальной доставки продуктов и хозяйственных товаров в Израиле;
- ▶ Яндекс Заправки – сервис для оплаты топлива на АЗС;
- ▶ несколько небольших экспериментальных O2O-сервисов.

### Рыночные позиции

- ▶ **В сегменте экспресс-доставки Яндекс – одна из крупнейших платформ в России.** Кроме этого, в этот бизнес входит обычная курьерская доставка «на следующий день», которую Яндекс запустил в 2022 году. На этом рынке Яндекс пока отстает от Почты России, СДЭК и Боксберри.
- ▶ **Фудтех Яндекса – лидер на рынке.** По данным Инфолайна, направление фудтеха Яндекса занимает лидирующие позиции на рынке. Объединение Яндекс Еды и Delivery Club позволило компании оптимизировать затраты и улучшить экономику.

### Динамика и прогноз финансовых показателей

- ▶ **Замедление темпов роста до 20% в год.** В 3К23 оборот прочих O2O-сервисов вырос на 112% г/г. Мы ожидаем, что в период до 2030 года оборот и выручка этих направлений будут ежегодно расти в среднем на 20%.
- ▶ **Выход сегмента на прибыльность в 2025 году.** Экономика этого направления будет улучшаться за счет эффекта масштаба и повышения эффективной комиссии, что связано с увеличением доли подсегментов с более высокой маржой (доставка из ресторанов, а также Яндекс Доставка). Мы прогнозируем, что это направление станет прибыльным на уровне EBITDA к 2025 году, а к 2030 году его доходность повысится до 6% от оборота.

### ■ Яндекс Плюс и сервисы развлечений (7% выручки, рентабельность по скорректированной EBITDA 6%)

Этот сегмент включает единую подписку на сервисы Яндекса – Яндекс Плюс, а также Яндекс Музыка, Кинопоиск, Яндекс Афишу и продюсерский центр Яндекс Студию.

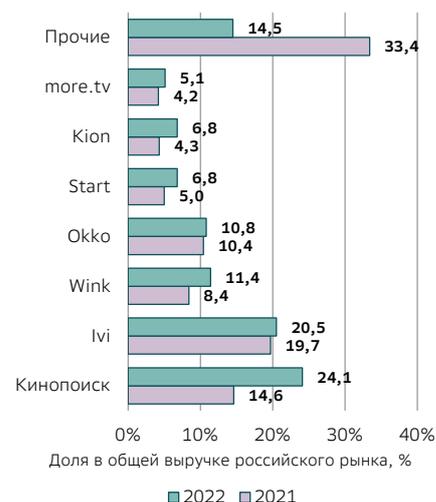
- ▶ **Яндекс Музыка** – ведущий в России музыкальный стриминговый сервис. Объем этого рынка в 2022 году, по оценке InterMedia, составил около 6 млрд руб., что предполагает снижение примерно на 40% из-за ухода зарубежных сервисов. Однако это позволило локальным сервисам, в том числе Яндекс Музыке, укрепить свои позиции, несмотря на общее сокращение рынка.
- ▶ **Видеостриминговый сервис Кинопоиск** – крупнейший игрок на этом рынке. Его доля по количеству подписчиков составляет 21%, по выручке – 24%. Объем рынка видеосервисов в России, по данным информационно-аналитического агентства TelecomDaily, в 2022 году составил 63,3 млрд руб. До 2022 года этот рынок в среднем рос

**Объем российского рынка доставки, 2015-2022 гг., млрд руб.**



Источник: РБК Исследования рынков

**Крупнейшие игроки на рынке видеостриминга в России**



Источник: TelecomDaily

примерно на 50% в год, но в 2022 году темпы роста составили лишь 5% из-за отсутствия у российских видеостриминговых сервисов прав на показ зарубежных новинок. Кинопоиск стал бенефициаром этой ситуации: его доля на рынке увеличилась с 15% до 24% в 2022 году, а количество активных подписчиков выросло на 40%.

- ▶ **Яндекс Афиша** – лидер на рынке билетных агрегаторов. Этот бизнес включает направление B2C (прямая продажа билетов на мероприятия) и B2B-платформу (управление продажей билетов для партнеров сервиса, включая процессинг)
- ▶ **Яндекс Плюс** – это единая подписка на стриминговые аудио- и видеосервисы с дополнительными привилегиями на сервисах заказа такси, доставки из ресторанов, маркетплейсе и других.

**Динамика финансовых показателей.** В 2023 году выручка и доходность этого сегмента росли быстрыми темпами. Выручка в 3К23 увеличилась на 123% г/г за счет активного роста количества подписчиков и повышения тарифа Яндекс Плюс примерно на 50% с 1 ноября 2022 года. Число подписчиков программы лояльности Яндекс Плюс к концу 3К23 повысилось на 63% г/г до 25,8 млн человек. EBITDA этого сегмента два квартала подряд превышала 1 млрд руб. Рентабельность сегмента по EBITDA в 3К23 была на уровне 6% по сравнению с минус 19,2% в 3К22, что обусловлено сильным операционным рычагом.

Сегмент продемонстрировал опережающий рост затрат по сравнению с 2К23. Выручка выросла на 12%, а расходы – на 19%. Снижение рентабельности относительно предыдущего квартала связано с тем, что Яндекс увеличивает расходы на приобретение и создание контента.

**Прогноз финансовых показателей.** На наш взгляд, рост числа подписчиков в дальнейшем замедлится, и с 2027 года количество клиентов стабилизируется на уровне около 41 млн пользователей. Это соответствует охвату целевой аудитории (80 млн домохозяйств) на 50%.

По нашим прогнозам, выручка сегмента в 2022–2027 гг. будет ежегодно расти в среднем на 33% как за счет увеличения количества подписчиков, так и за счет повышения тарифов и, возможно, ввода дополнительных платных сервисов. После 2027 года мы прогнозируем ежегодный рост выручки в среднем на 8%.

По нашим прогнозам, благодаря сильному операционному рычагу компания сможет повысить доходность на уровне EBITDA до 20-25% в долгосрочной перспективе.

**СЕРВИСЫ ОБЪЯВЛЕНИЙ (3% ВЫРУЧКИ)**

В этот сегмент входят Авто.ру, Яндекс Недвижимость, Яндекс Аренда и Яндекс Путешествия.

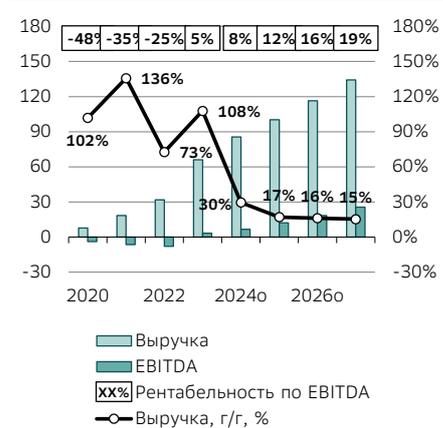
Они представляют собой доски объявлений в основном от частных лиц по определенной тематике (вертикальные сервисы) – недвижимость и автомобили, а также сразу по нескольким тематикам (горизонтальные сервисы), например, товары и услуги повседневного спроса для домохозяйств. Эти сервисы зарабатывают на плате за возможность разместить объявление и на дополнительных услугах, таких как продвижение

**Динамика подписчиков и ARPU Яндекс Плюс**



Источник: TelecomDaily

**Динамика выручки, EBITDA и рентабельности сегмента «Сервисы развлечений», млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

объявлений, реклама и сервисы аналитики по продажам. На российском рынке сервисов объявлений доминирует Авито. На этом рынке с Яндексом также конкурируют ЦИАН, HeadHunter, Юла и ДомКлик Сбера. Рынок торговли товарами и услугами между частными лицами (без учета недвижимости и автомобилей) в 2021 году вырос на 25% до 1,3 трлн руб. В среднем этот рынок растет на 33% в год и, по прогнозам, продолжит расти высокими темпами за счет более активного проникновения подобных сервисов.

**Прогноз финансовых показателей.** Сегмент находится на начальной стадии роста и, по нашей оценке, большую часть его доходов компания будет инвестировать в развитие.

Мы ожидаем, что с 2022 по 2027 год этот сегмент будет ежегодно расти на 29%, а к 2030 году темпы роста замедлятся до уровня инфляции. По нашему мнению, доходность на уровне EBITDA станет устойчиво положительной в 2025 году, а к 2030 году достигнет целевого уровня 15%.

**ПРОЧИЕ БИЗНЕС-ЮНИТЫ И ИНИЦИАТИВЫ (8% ВЫРУЧКИ)**

Сегмент «Прочие бизнес-юниты и инициативы» включает направление разработки беспилотных автомобилей (Yandex SDG), а также Yandex Cloud, Яндекс 360, Яндекс Образование (Практикум и другие образовательные инициативы), Устройства и голосового ассистента Алису, финтех-сервисы (в том числе Яндекс Пэй и Яндекс ID) и другие экспериментальные продукты. Здесь компания также учитывает корпоративные расходы, которые не относятся к сегментам напрямую.

**Динамика финансовых показателей.** Выручка этого сегмента в 3К23 выросла на 66% г/г. Основной вклад внесли Yandex Cloud (плюс 60% г/г), Устройства и Алиса (плюс 94% г/г).

Расходы сегмента по итогам квартала повысились до 36,5 млрд руб. против 25 млрд руб. в 1К23 и 27 млрд руб. в 2К23. Рост расходов, по нашему мнению, обусловлен увеличением инвестиций в Yandex Cloud и Yandex SDG, а также повышением общекорпоративных расходов, в том числе связанных с подготовкой к реорганизации.

После изменения принципов формирования отчетности компания включает в расходы этого сегмента (помимо прямых расходов, связанных с экспериментами) общекорпоративные расходы, которые не относятся к какому-либо сегменту напрямую, и этим обусловлен отрицательный финансовый результат. Мы закладываем в модель замедление роста расходов в этом сегменте до 6-7% после 2024 года.

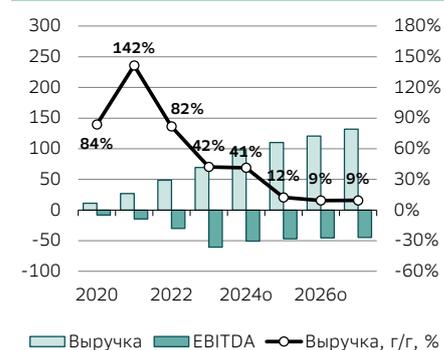
**Бизнес модель.** «Поиск и портал» и «такси» – два ключевых зарабатывающих сегмента Яндекса. Прибыль от этих направлений Яндекс инвестирует в развитие новых сервисов. Таким же образом компания поступала и ранее, когда вкладывала средства в развитие сервиса такси, который стал прибыльным с 2018 года. В настоящее время Яндекс делает ставку на развитие сервисов электронной коммерции, развлекательных сервисов, умных устройств и финтеха.

**Динамика выручки, EBITDA и рентабельности сегмента «Сервисы объявлений», млрд руб.**



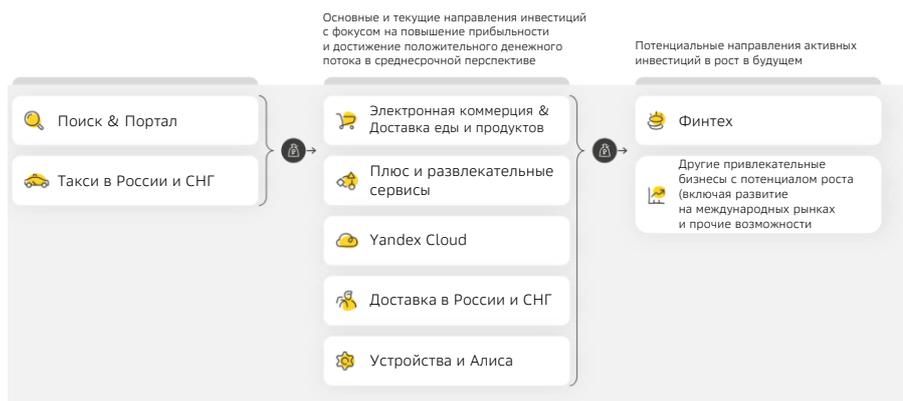
Источник: компания, SberCIB Investment Research

**Динамика выручки, EBITDA и рентабельности сегмента «Прочие бизнес-юниты и инициативы», млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

### Яндекс финансирует развитие новых сервисов с помощью доходов от ключевых прибыльных бизнесов



Источник: компания

**Синергетический эффект благодаря развитой экосистеме.** Сервисы Яндекса образуют одну из крупнейших в России экосистем, благодаря чему взаимодействие с множеством продуктов происходит в одном месте (например, в супераппе Яндекс Go, ежемесячная аудитория которого составляет 43,5 млн пользователей). Это удерживает пользователей, повышает их вовлеченность, снижает стоимость привлечения и позволяет Яндексу эффективно монетизировать аудиторию. Например, подписчики Плюса делают заказы на 36% чаще, а их траты на 71% больше, чем у пользователей сервисов Яндекса без подписки. Рекламный бизнес имеет дополнительные преимущества по сравнению с конкурентами за счет доминирующей доли поисковика, а сервис такси – за счет технологий и хорошего навигатора.

### Экосистема Яндекса



Источник: компания

**Дивидендная политика.** Яндекс не платит и никогда не платил дивиденды. Вместо этого, компания инвестирует в новые бизнес-направления.

## Риски реструктуризации

Ключевой риск для акционеров Яндекса – неопределенность условий и сроков реорганизации холдинга и, как следствие, риск потери части активов или снижения их стоимости. Мы видим несколько вариантов реорганизации, но оценить их вероятность не представляется возможным.

### ИНФОРМАЦИЯ ОТ ЭМИТЕНТА

В пресс-релизах и других сообщениях компании содержатся следующие тезисы:

- Нидерландская Yandex N.V. планирует со временем выйти из числа акционеров этой группы компаний и сменить название.
- Получено разрешение Правительственной комиссии по контролю за иностранными инвестициями в Российской Федерации на внутреннюю реструктуризацию группы, что является предварительным условием для разделения компании.
- Совет директоров Яндекса привержен цели завершения предлагаемой корпоративной реструктуризации и выделения основных направлений деятельности компании, включая все российские предприятия и ряд зарубежных направлений, в отдельную группу компаний, которая сохранит за собой бренды Яндекса в РФ. Планируется, что выделенная основная часть бизнеса будет иметь публичный статус.

Международные части бизнесов автономных автомобилей, облачных технологий, образовательных сервисов и платформы по разметке данных будут выделены в самостоятельные компании под управлением Yandex N.V. При этом российские части указанных бизнес-направлений продолжат работу на российском рынке.

- Яндекс получил от потенциальных инвесторов заявки на покупку пакетов с разной экономической долей в компании. Новые экономические инвесторы не будут иметь контроля над компанией. Как и при текущей корпоративной структуре, менеджмент Яндекса должен сохранить контроль за собой.
- Получено согласие держателей акций класса А (1 акция имеет 1 голос) на проведение советом директоров подготовительных шагов по корпоративной реструктуризации, таких как слияние некоторых нидерландских компаний группы с Yandex N.V.

### ИНФОРМАЦИЯ В СМИ

Издание Forbes [сообщает](#) следующее:

- Контрольный пакет российского Яндекса может перейти консорциуму инвесторов, каждый из которых получит немногим более 7%.
- В ходе подготовки сделки Яндекс оценивается в \$5,5 млрд за всю компанию с учетом дисконта 50%.

### ТЕКУЩАЯ СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ

В декабре 2019 года Аркадий Волож создал семейный траст LASTAR Trust, в который передал свои акции Яндекса класса В. По безотзывному решению Аркадия Воложа, принятому в июле 2022 года, LASTAR Trust не будет принимать его указания относительно того, как голосовать этими акциями. Траст будет голосовать акциями только согласно рекомендациям независимых членов совета директоров Яндекса.

Одна акция класса В дает право на 10 голосов, класса А – на один голос.

### Ниже перечислены потенциальные сценарии реструктуризации, но их вероятность сложно оценить

#### ДОБРОВОЛЬНАЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ

По нашему мнению, один из сценариев реструктуризации – это продажа группе российских инвесторов не менее 51%, а, возможно, и всего пакета российской холдинговой компании (далее ПАО «Яндекс»), которая объединит все российские активы. Сделка может пройти со значительным дисконтом к рыночной стоимости Яндекса (в СМИ обсуждается дисконт в размере 50% стоимости компании на Мосбирже). В случае продажи 51% текущие акционеры Yandex N.V. могут потерять около 25% стоимости компании. ПАО «Яндекс», по нашему мнению, получит листинг на Московской бирже. В периметр этой компании войдут активы за вычетом стоимости тех, что останутся в рамках Yandex N.V. (их стоимость в настоящее время сложно оценить).

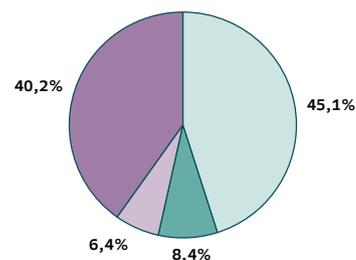
Одним из возможных вариантов может быть предложение акционерам, владеющим акциями нидерландской компании через НРД, обменять свои акции на акции ПАО. Акционеры Yandex N.V. находятся в заблокированном периметре, и для них участие в каких-либо корпоративных действиях во внешнем периметре невозможно. Обмен акций на акции ПАО позволил бы решить эту проблему. Однако компания публично не комментировала, какие варианты могут быть предложены акционерам в ходе реструктуризации. Если такой обмен будет предложен с коэффициентом, близким к 1, российские держатели акций Яндекса не понесут существенных потерь.

Чтобы такой вариант добровольной реструктуризации был реализован, необходимо, чтобы текущие держатели акций класса А Yandex N.V. проголосовали за него на собрании акционеров. Для этого предложенный акционерам вариант должен быть выгоднее, чем статус-кво.

При таком гипотетическом сценарии иностранные акционеры получат около 25% рыночной стоимости Yandex N.V. в виде денежных средств на счета в Европе. Впоследствии эти средства могут быть частично распределены между акционерами Yandex N.V. Кроме того, иностранные акционеры останутся владельцами некоторого количества акций российского ПАО «Яндекс».

Судьба российских акционеров, которые купили акции Яндекса во внешнем периметре, будет зависеть от того, получат ли они предложение конвертировать свои акции в бумаги российской компании. Если такое предложение будет сделано и будет предложен коэффициент,

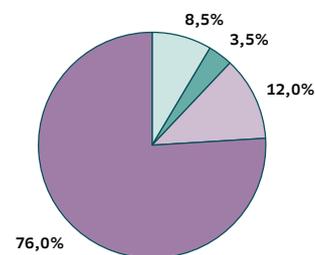
### Структура акционеров по количеству голосов



- LASTAR Trust
- Директора, должностные лица, сотрудники, акционеры до IPO
- Инвесторы в НРД
- Инвесторы в Euroclear

Источник: компания, SberCIB Investment Research

### Структура акционеров по доле в капитале



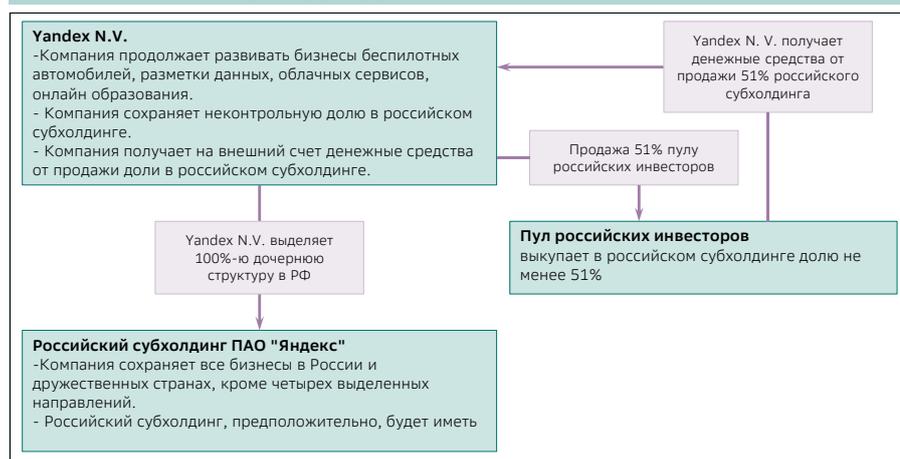
- LASTAR Trust
- Директора, должностные лица, сотрудники, акционеры до IPO
- Инвесторы в НРД
- Инвесторы в Euroclear

Источник: компания, SberCIB Investment Research

близкий к 1, они также не понесут потерь. Если конвертация не будет предложена, то российские держатели во внешнем периметре смогут (в отличие от акционеров, зарегистрированных в НРД) принять участие в вариантах, которые Яндекс предложит акционерам после получения средств от продажи российского бизнеса.

Риск для российских акционеров Yandex N.V., владеющих в настоящее время бумагами через НРД, заключается в том, что они, вероятно, не смогут повлиять на исход реструктуризации ввиду сложности процедуры голосования и относительно небольшой доли голосов и будут вынуждены принять любой ее вариант.

### Возможная схема реструктуризации Яндекса



Источник: SberCIB Investment Research

### Принудительная редомициляция

К добровольной реструктуризации текущих акционеров Яндекса может подтолкнуть принятый летом 2023 года закон о принудительной редомициляции иностранных компаний с российскими активами.

Чтобы инициировать «переезд» компании, включенной в список экономически значимых организаций (ЭЗО), в суд может обратиться член совета директоров, крупный акционер или исполнительный орган государственной власти. В случае положительного решения права иностранных холдинговых компаний (ИХК) ограничиваются, а резиденты РФ, в т. ч. граждане, обязаны вступить в прямое владение дочерней российской компанией. Для акционеров, владеющих бумагами через НРД, мы ожидаем автоматической конвертации в акции российской компании.

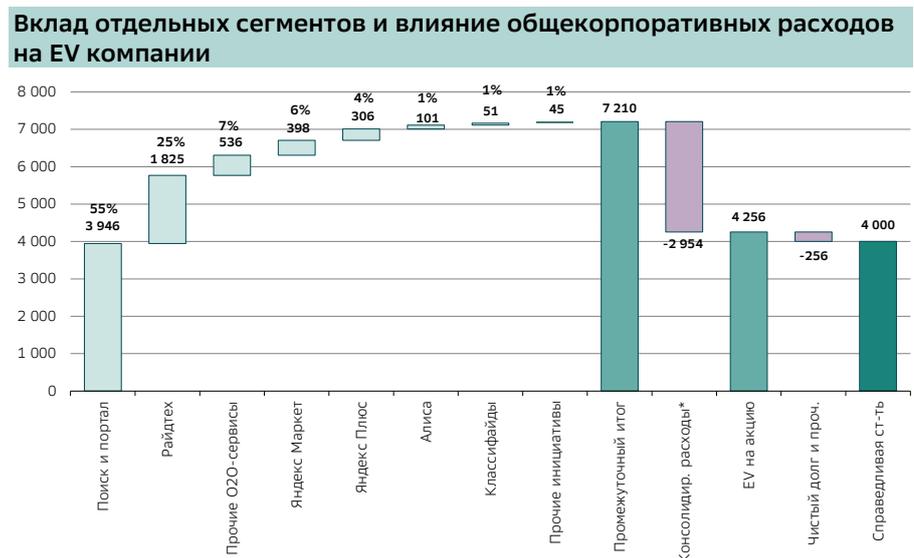
Такая редомициляция не несет существенных рисков для российских акционеров. Они не потеряют в стоимости компании, и она сохранит публичный статус. Остается вопрос, что произойдет с иностранными активами Yandex N.V., которые не войдут в периметр ПАО «Яндекс». Однако, по нашим оценкам, это незначительная часть стоимости компании.

В этом случае пострадают иностранные инвесторы – они сохраняют свою долю в компании, но их положение останется неопределенным. Процесс принудительной редомициляции подразумевает возможность выкупа акций компанией у иностранных акционеров. Однако механизм такого выкупа пока непонятен.

## Оценка

Яндекс планирует до конца 2023 года вынести на рассмотрение акционеров предложение о реструктуризации, для реализации которого необходимо одобрение держателей акций класса А. На наш взгляд, предложенные условия реорганизации могут существенно повлиять на стоимость акций Яндекса.

При фундаментальной оценке бизнеса Яндекса мы исходим из суммы оценок справедливой стоимости сегментов компании.



\* Включает расходы по программе мотивации сотрудников акциями, общекорпоративные расходы, налоговые расходы, капиталовложения, капитализируемые расходы на разработку и вложения в оборотный капитал.

Источник: SberCIB Investment Research

Справедливая стоимость акций Яндекса, по нашим оценкам, составляет 4 000 руб. за штуку, что предполагает потенциал роста 50%. Акции компании торгуются с коэффициентами EV/EBITDA 2024о и P/E 2024о на уровнях соответственно 5,7 и 9,5.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции компании, но отмечаем риски реорганизации.

## Ограничение ответственности