

# КарМани

Единственная МФО  
на российском рынке акций

28 ДЕКАБРЯ 2023



## КарМани – лидер с высокими амбициями на пока еще маленьком рынке займов под залог автомобилей

КарМани (ООО МФК «КарМани», бренд CarMoney) занимается выдачей займов под залог автомобилей и входит в топ-12 микрофинансовых организаций (МФО) в России по объему портфеля займов. В сегменте займов под залог автомобилей КарМани является лидером с долей 57%. При этом микрофинансовый рынок по итогам 1П23 оценивается в 400 млрд руб., а сегмент займов под залог автомобилей – лишь примерно в 10 млрд руб. КарМани полагает, что объем последнего может вырасти до 132 млрд руб.

- Российский микрофинансовый рынок рос в среднем на 26% в год, до того как ЦБ начал постепенно ужесточать его регулирование в борьбе с высокой закредитованностью населения. В дальнейшем темпы роста микрофинансового рынка, скорее всего, будут близки к темпам роста банковского потребительского кредитования и составят 5–10% в год. При этом сегмент залоговых микрозаймов может продемонстрировать более высокие темпы роста за счет менее строгих регуляторных ограничений.
- Выручка КарМани исторически увеличивалась среднерыночными темпами. Ее рост был ограничен регуляторными требованиями к достаточности капитала компании. При этом чистая прибыль КарМани увеличивалась опережающими темпами на фоне оптимизации операционных расходов, в том числе благодаря созданию качественной IT-платформы. Оптимизация структуры пассивов и размер капитала, достаточный для увеличения портфеля займов, в ближайшие несколько лет окажут поддержку финансовым показателям компании.
- По мультипликатору P/E 2024о акции ПАО «СТГ», материнской компании КарМани, торгуются на уровне 6,3, по мультипликатору P/B 2024о – на уровне 1,1 (при ожидаемой рентабельности собственного капитала КарМани на уровне 20% в 2024 году). Мы нейтрально оцениваем перспективы акций ПАО «СТГ», материнской компании КарМани, в ближайшие 12 месяцев.
- При этом мы отмечаем и риски для бизнеса КарМани. Банк России может начать ужесточать регулирование залоговых потребительских кредитов и микрозаймов. Также регулятор может ужесточить требования к достаточности капитала МФО. Кроме того, мы отмечаем риск роста конкуренции среди МФО, выдающих залоговые займы. Также рост сегмента займов под залог автомобилей может оказаться слабее прогнозов компании.

## Консолидация российского микрофинансового рынка

Российский микрофинансовый рынок рос в среднем на 26% в год, до того как ЦБ начал постепенно ужесточать его регулирование в борьбе с высокой закредитованностью населения. В дальнейшем темпы роста микрофинансового рынка, скорее всего, будут близки к темпам роста банковского потребительского кредитования и составят 5–10% 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 обеспеченным займам в таких организациях в 2К23 составляла 79,5% годовых. По необеспеченным займам ставка составляла от 41% до 350% годовых в зависимости от срока и суммы займа.

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

### Сегментация микрофинансового рынка

Микрофинансовый рынок можно разделить на три основных сегмента:

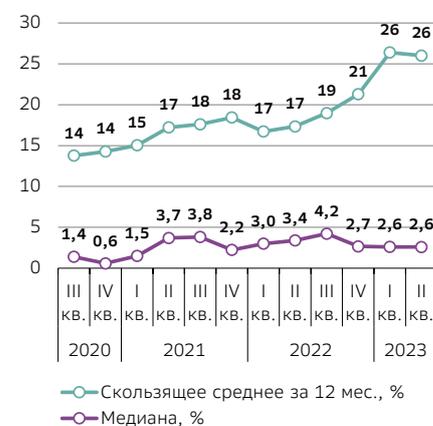
- **Краткосрочные микрозаймы («до зарплаты», payday loans, PDL).** Это необеспеченные займы. Риски по ним самые высокие, и, как следствие, процентные ставки тоже. Компании, как правило, выдают такие займы по максимально высоким ставкам из возможных. На этот сегмент по итогам 2К23 пришлось 27% всех микрозаймов.
- **Среднесрочные и долгосрочные микрозаймы (installments, IL).** Могут выдаваться как на один или несколько месяцев, так и на несколько лет. Могут быть как обеспеченными (залоговыми), так и необеспеченными (беззалоговыми). Это самый крупный сегмент на микрофинансовом рынке – по итогам 2К23 на него пришлось 38% всех микрозаймов.

### Микрофинансовый рынок в РФ рос в среднем на 26% в год



Источник: Банк России

### Рентабельность собственного капитала (ROE) российских МФО



Источник: Банк России

- **POS-микрозаймы** – целевые микрозаймы, предоставляемые непосредственно в магазинах или на сайтах интернет-магазинов. Могут быть как обеспеченными, так и необеспеченными. Этот сегмент испытывает серьезную конкуренцию со стороны BNPL-сервисов от крупных маркетплейсов.

**Ограничения Банка России сдерживают рост микрофинансового рынка и негативно влияют на маржу МФО.** Объем микрофинансового рынка, по данным Банка России, по итогам 9М23 года составил 424 млрд руб. и вырос за этот период на 16% г/г. Исторически он рос в среднем на 26% в год. В 2022 году он вырос лишь на 11% (минимальный годовой рост с 2014 года). К ограничениям Банка России относятся:

- **Ограничение ПСК и максимального размера задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам.** Полная стоимость кредита (ПСК) выражается в процентах и включает все затраты заемщика на его обслуживание, в том числе комиссии и расходы на страховку. 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. Также был сокращен максимальный размер задолженности по процентам, неустойкам и другим платежам: теперь он составляет до 130% от суммы микрозайма. Таким образом, если заемщик взял микрозаем в размере 100 тыс. руб., его максимальная задолженность не превысит 230 тыс. руб., включая основной долг. Эти ограничения негативно сказываются на бизнес-моделях МФО и сдерживают темпы роста сегмента беззалоговых 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, а с октября 2023 года их существенно ужесточили. Сейчас доля потребительских кредитов и микрозаймов, предоставленных заемщикам с высоким ПДН, не может превышать следующие значения:

- Заемщикам с ПДН более 80% – не более 15% (в начале года этот лимит составлял 35%).
- Заемщикам с ПДН от 50% до 80% – не более 30% (ранее лимита не было).

Перечисленные ограничения, по мнению Эксперт РА, будут сдерживать темпы роста микрофинансового рынка. Агентство полагает, что в дальнейшем микрофинансовый рынок будет расти на 5–10% в год, то есть примерно так же, как банковское потребительское кредитование. При этом Эксперт РА отмечает, что эти меры не окажут существенного влияния на крупные технологичные МФО, а также те компании, основным продуктом которых являются залоговые и долгосрочные микрозаймы.

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 максимальный размер 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.

### **На микрофинансовом рынке наметился тренд на консолидацию.**

Всего на российском микрофинансовом рынке на конец 1П23 было 1070 МФО, то есть почти вдвое меньше, чем 5 лет назад. Большая часть МФО на российском микрофинансовом рынке – это МКК (насчитывается лишь 34 МФК). Ужесточение ограничительных мер Банка России только усилят тренд на консолидацию.

### **С ЧЕМ СВЯЗАНО УЖЕСТОЧЕНИЕ ОГРАНИЧИТЕЛЬНЫХ МЕР НА МИКРОФИНАНСОВОМ РЫНКЕ?**

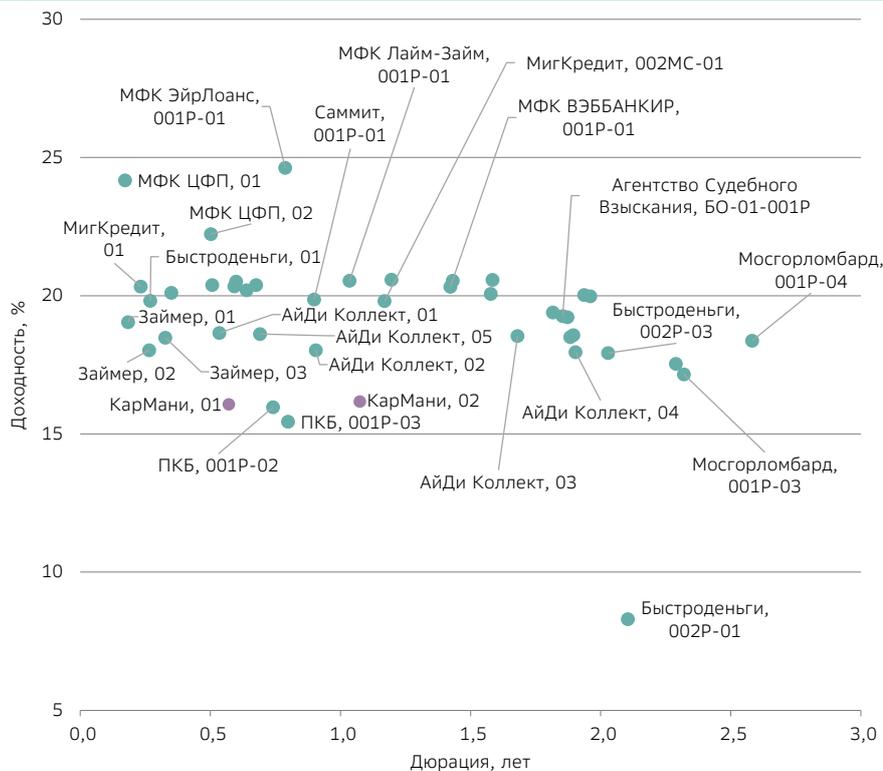
Банк России обеспокоен ростом закредитованности населения. За два с половиной года средний размер потребительского кредита в России увеличился с 210 тыс. до 320 тыс. руб., то есть в 1,5 раза. Реальные доходы населения при этом выросли незначительно. Отметим, что 26% россиян имеет три кредита и более.

Необеспеченное кредитование (в том числе необеспеченные микрозаймы) среди прочих факторов влияет на динамику инфляции: она значительно превышает целевой показатель Банка России на 2023 год.

### **МФО НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

Компании микрофинансового сектора широко представлены в российском сегменте высокодоходных облигаций (ВДО). Средняя доходность по выпускам эмитентов микрофинансового сектора – около 19% годовых. Первой на долговом рынке среди МФО была КарМани. На текущий момент у компании в обращении 2 выпуска облигаций со среднегодовой доходностью 16%.

**Карта облигаций российских МФО**



Источник: Cbonds, SberCIB

На российском рынке акций на текущий момент представлена лишь одна компания микрофинансового сектора – ПАО «СТГ», материнская компания КарМани. ПАО «СТГ» провело процедуру прямого листинга в июле 2023 года (компания оценена примерно в 6 млрд руб.)

## КарМани: обзор компании

КарМани (ООО МФК «КарМани», бренд CarMoney) занимается выдачей займов под залог автомобилей. Компания первой на российском микрофинансовом рынке реализовала бизнес-модель, в рамках которой автовладелец может получить микрозаем и при этом продолжить пользоваться своим транспортным средством.

В июле 2023 года ПАО «СТГ», которая владеет 100% капитала ООО МФК «КарМани», провела прямой листинг акций. Так она стала первой публичной МФО на российском рынке акций. Доля акций ПАО «СТГ» в свободном обращении по состоянию на середину декабря составляла 23,37%. Локап-период для ранних инвесторов, которые владеют 6,23% акционерного капитала ПАО «СТГ», завершится 30 декабря 2023 года. Это увеличит долю акций в свободном обращении до 29,6%.

Основной продукт компании – это займы до 1 млн руб. на срок до 4 лет под залог автомобилей. С конца 2022 года КарМани начала развивать сегмент беззалоговых микрозаймов, выдавая их на небольшие суммы на короткий срок по высокой процентной ставке. Компания планирует, что сегмент беззалоговых микрозаймов не превысит 15% от ее портфеля. КарМани оформляет 87% ее займов онлайн. Оставшиеся 13% ее займов выдаются через офлайн-партнеров.

КарМани зарегистрирована как микрофинансовая компания. Согласно рейтингу МФО от Эксперт РА, по состоянию на 1 июля 2023 года она входит в топ-12 МФО по объему портфеля займов. В сегменте микрозаймов под залог автомобилей КарМани является лидером с долей 57%. При этом микрофинансовый рынок по итогам 1П23 оценивается в 400 млрд руб., а сегмент займов под залог автомобилей – лишь примерно в 10 млрд руб. КарМани полагает, что объем последнего может вырасти до 132 млрд руб.

### ■ В чем особенность бизнес-модели КарМани?

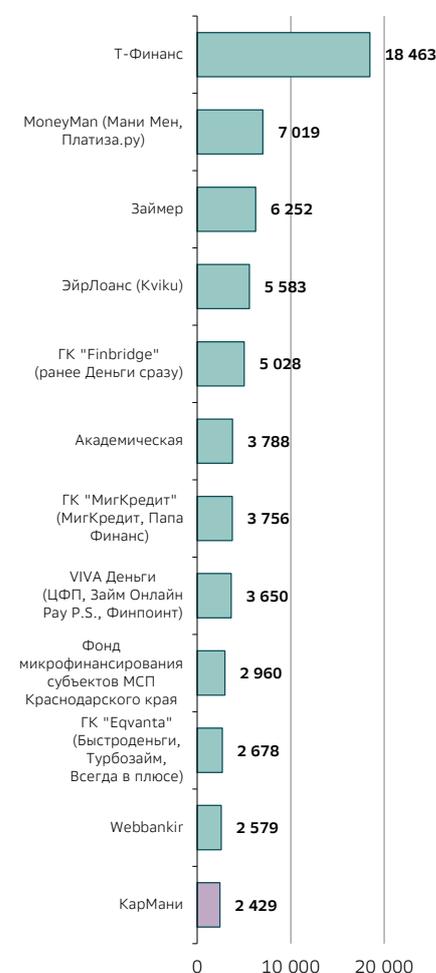
- ▶ **Заемщик может получить денежные средства под залог автомобиля, при этом продолжая пользоваться им.** До появления КарМани заемщики были вынуждены оставлять залоговые автомобили в МФО и не могли пользоваться ими.
- ▶ **КарМани оценивает платежеспособность заемщика аналогично банкам.** При выдаче займа под залог автомобиля КарМани оценивает платежеспособность заемщика аналогично банкам и на основании оценки принимает решение о выдаче займа и его параметрах.
- ▶ **Подход КарМани к взысканию задолженности положительно сказывается на лояльности клиентов.** В случае невыплаты займа КарМани совместно с заемщиком реализует залоговый автомобиль. Если его удастся продать за большую сумму, чем задолженность перед КарМани, заемщик оставляет разницу себе. Такой подход КарМани повышает лояльность ее клиентов.

### Структура акционеров ПАО «СТГ»



Источник: компания

### Портфели микрозаймов российских МФО, млн руб.



Источник: Эксперт РА. Данные по состоянию на 01 июля 2023 года

## Динамика финансовых показателей КарМани

Выручка КарМани исторически увеличивалась среднерыночными темпами. Ее рост был ограничен регуляторными требованиями к достаточности капитала компании. При этом чистая прибыль КарМани увеличивалась опережающими темпами на фоне оптимизации операционных расходов, в том числе благодаря созданию качественной IT-платформы. Оптимизация структуры пассивов и размер капитала, достаточный для увеличения портфеля займов, в ближайшие несколько лет окажут поддержку финансовым показателям компании.

Средний размер займа в КарМани по итогам 9М23 года составил 314 тыс. руб. Он близок к среднему размеру потребительского кредита в банках (320 тыс. руб.). В МФО, не занимающихся выдачей займов под залог автомобилей, средний размер займа составляет около 12,5 тыс. руб.

■ **Портфель займов** КарМани с 2020 года увеличивался в среднем на 22% в год. Однако из-за опережающего роста резервов чистый портфель займов (за вычетом резервов) рос медленнее: в среднем на 14% в год. По итогам 9М23 чистый портфель займов КарМани составил 5 млрд руб.

■ Доход КарМани складывается из трех составляющих:

► **Процентный доход.** Компания выдает займы в среднем под 80% годовых. Это основной источник доходов компании. В 2020–2022 годах процентный доход КарМани увеличивался в среднем на 4% в год. По итогам 9М23 его рост составил 19% г/г.

► **Комиссионный доход** КарМани получает от продажи сопутствующих услуг, таких как страхование жизни заемщика, его страхование от несчастных случаев, страхование автомобиля и т.д. На долю комиссионных доходов приходится около 6% всех доходов компании. Комиссионный доход КарМани растет примерно на 12% в год.

► **Прочие операционные доходы** (в основном штрафы, пени, неустойки).

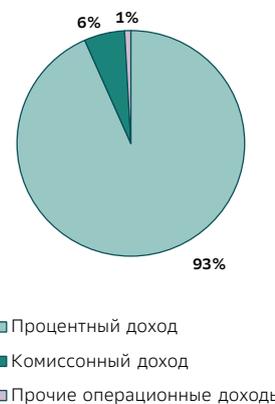
■ **Чистая прибыль** КарМани с 2020 по 2022 выросла в два раза. Чистая прибыль КарМани относительно процентных доходов увеличивалась опережающими темпами за счет оптимизации операционных расходов. По итогам 2023 года, согласно прогнозу компании, чистая прибыль может вырасти еще примерно на 36% (или примерно на 54%, если исключить расходы на прямой листинг). По итогам 9М23 чистая прибыль выросла на 30% г/г. Основной вклад в динамику чистой прибыли за 9М23 внес рост процентных доходов на 19% г/г и сокращение процентных расходов на 11% г/г, которое было вызвано уменьшением доли заемных денежных средств в пассивах благодаря сумме, привлеченной в ходе прямого листинга акций ПАО «СТГ».

Динамика финансовых показателей КарМани, млн руб.



Источник: компания

Структура выручки КарМани



Источник: компания

- **Привлечение денежных средств и достаточность капитала.** В июле 2023 года ПАО «СТГ», материнская компания КарМани, привлекла в ходе прямого листинга акций около 1 млрд руб. Благодаря этому регуляторный капитал КарМани увеличился на 750 млн руб. до 1,2 млрд руб. Увеличение регуляторного капитала позволило нарастить достаточность капитала (НМФК1) до 17,8%. Исторически компания поддерживала достаточность капитала на уровне около 7,5% при регуляторном минимуме 6%.

Целью привлечения денежных средств в рамках прямого листинга акций была возможность нарастить портфель займов КарМани и увеличить ее долю на микрофинансовом рынке. Это было бы невозможно реализовать без увеличения регуляторного капитала компании. Сейчас КарМани достаточно капитализирована, чтобы иметь возможность нарастить портфель займов в два раза в течение ближайших лет.

#### ■ **Стратегические цели к 2026 году**

Вместе с отчетностью за 9М23 КарМани представила стратегические цели, которые были предварительно одобрены советом директоров. Детальная стратегия развития компании и корпоративная дорожная карта будут представлены на утверждение в 1К24.

Согласно предварительным данным, к 2026 году КарМани намерена увеличить чистую прибыль до 2 млрд руб., нарастить количество клиентов до 1 млн и увеличить капитализацию до 20 млрд руб.

#### **Для этого КарМани к 2026 году планирует:**

- ▶ увеличить количество клиентов по ключевому продукту (займы под залог автомобилей) в 2 раза.
  - ▶ увеличить количество клиентов по беззалоговым займам в 10 раз.
  - ▶ удвоить продажи отказного трафика другим МФО.
  - ▶ представить комплексное IT-решение по оценке залоговых автомобилей (которое позволит другим МФО и банкам также выдавать займы и кредиты под залог автомобилей) и создать IT-компанию для продажи этого решения.
  - ▶ реализовать совместные предприятия с банками, которые будут предоставлять КарМани дешевое фондирование и клиентскую базу, не соответствующую риск-профилю этих банков.
- **Дивидендная политика КарМани** предполагает выплаты в размере от 25% до 50% от чистой прибыли по РСБУ. Напомним, что КарМани планирует увеличить портфель займов и создать IT-компанию, которая будет продавать решение по оценке залоговых автомобилей. В связи с этим, по нашему мнению, высока вероятность того, что КарМани в ближайшие годы будет направлять чистую прибыль на реализацию стратегических целей, а не на дивидендные выплаты.

## Прогноз финансовых показателей и оценка

Наш позитивный прогноз предполагает удвоение чистого портфеля займов КарМани к 2026 году, базовый – к 2027 году. Оба наших сценария предполагают значительные темпы роста ее чистого портфеля займов (25–35% в год) по сравнению с умеренными темпами роста микрофинансового рынка (5–10%). Чистый портфель займов будет расти опережающими темпами благодаря устойчивой залоговой модели компании, к которой ЦБ не применяет повышенные ограничения.

**Увеличение объема собственных средств позволяет КарМани улучшить маржинальность своего бизнеса.** По итогам 9М23 отношение портфеля займов к привлеченным денежным средствам (loan-to-deposit ratio) сократилось до 0,42 по сравнению со средним значением за последние три года (0,71). Это позволило за 9М23 сократить процентные расходы на 11% г/г. По нашим прогнозам, отношение портфеля займов к привлеченным денежным средствам будет увеличиваться по мере роста первого, однако останется на уровне ниже среднеисторического, что положительно скажется на динамике финансовых показателей КарМани.

### Наши позитивный и базовый сценарии роста чистого портфеля займов КарМани



Источник: компания, SberCIB

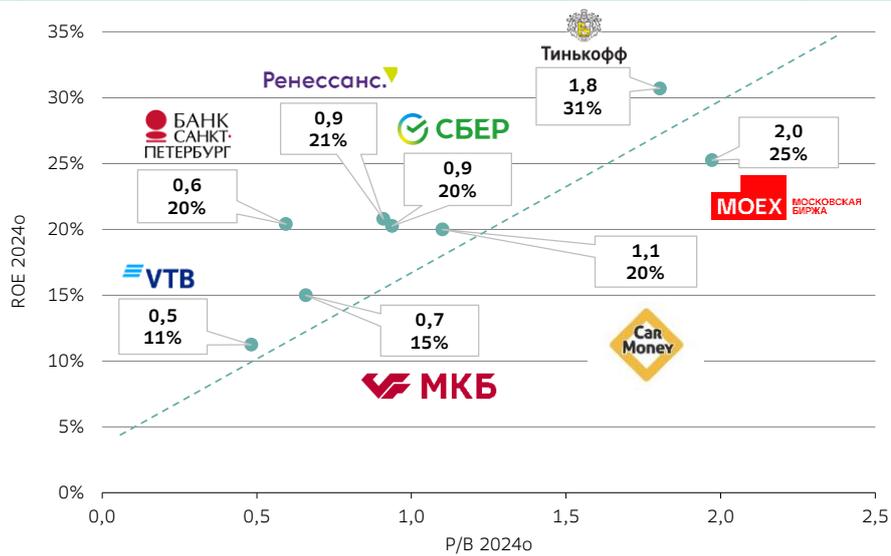
### Основные финансовые показатели КарМани, млн руб.

	2020	2021	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
Процентный доход	2 296	2 455	2 476	2 960	3 720	5 079	6 349	7 014	7 554
Процентные расходы	-491	-437	-507	-413	-513	-774	-1 023	-1 140	-1 228
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>1 804</b>	<b>2 018</b>	<b>1 969</b>	<b>2 547</b>	<b>3 207</b>	<b>4 305</b>	<b>5 326</b>	<b>5 874</b>	<b>6 326</b>
Резервы под ожидаемые кредитные убытки	-384	-662	-685	-716	-827	-1 113	-1 372	-1 542	-1 698
<b>Чистый процентный доход за вычетом резервов</b>	<b>1 420</b>	<b>1 356</b>	<b>1 284</b>	<b>1 831</b>	<b>2 379</b>	<b>3 192</b>	<b>3 954</b>	<b>4 333</b>	<b>4 629</b>
Чистый комиссионный доход	70	80	120	173	212	260	288	340	405
Чистый прочий доход	-196	-59	-61	-170	-139	-214	-281	-325	-365
Чистый операционный доход	1 294	1 377	1 834	2 452	3 238	3 961	4 348	4 669	3 757
Операционные расходы	-996	-1 005	-879	-1 147	-1 377	-1 784	-2 133	-2 356	-2 547
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>298</b>	<b>372</b>	<b>464</b>	<b>687</b>	<b>1 075</b>	<b>1 454</b>	<b>1 828</b>	<b>1 992</b>	<b>2 122</b>
Налог на прибыль	-104	-122	-73	-137	-215	-291	-366	-398	-424
<b>Чистая прибыль</b>	<b>194</b>	<b>250</b>	<b>391</b>	<b>550</b>	<b>860</b>	<b>1 163</b>	<b>1 462</b>	<b>1 594</b>	<b>1 698</b>

Источник: компания, SberCIB

**Текущую высокую оценку компании можно будет считать оправданной, если КарМани сможет реализовать свои амбициозные стратегические цели.** По мультипликатору P/E 2024о акции ПАО «СТГ», материнской компании КарМани, торгуются на уровне 6,3, по мультипликатору P/B 2024о – на уровне 1,1 (при ожидаемой рентабельности собственного капитала КарМани на уровне 20% в 2024 году). Мы нейтрально оцениваем перспективы акций ПАО «СТГ», материнской компании КарМани, в ближайшие 12 месяцев.

**Сравнительная оценка банков и компаний финансового сектора**



Источник: МосБиржа, SberCIB

## SWOT-анализ КарМани

### Сильные стороны

- Устойчивая залоговая бизнес-модель.
- Эффективные бизнес-процессы благодаря собственной ИТ-инфраструктуре и выдаче займов преимущественно онлайн.
- Роботизация процессов судебного и исполнительного производства.
- Лидерство в сегменте микрозаймов под залог автомобилей.
- Высокая степень удовлетворенности клиентов продуктами компании и высокая лояльность клиентов (высокие индекс удовлетворенности клиентов (CSI), индекс потребительской лояльности (NPS), высокие рейтинги мобильного приложения CarMoney в App Store и Google Play).

### Слабые стороны

- Норма резервирования растет более высокими темпами, чем портфель займов КарМани. На этом фоне чистый портфель займов рос более медленными темпами, чем микрофинансовый рынок в целом.
- Объем займов КарМани под залог автомобилей существенно не увеличивался с 2019 года по 1П23.
- Исторически КарМани поддерживала достаточность капитала на уровне, близком к регуляторному минимуму.

### Возможности

- КарМани может стать бенефициаром оттока клиентской базы из банков, которые, вероятно, станут осторожнее в выдаче потребительских кредитов на фоне ужесточения макропруденциальных лимитов. На залоговое кредитование, в том числе залоговые микрозаймы, макропруденциальные лимиты не распространяются.
- Может происходить отток заемщиков из других МФО в сегмент залоговых микрозаймов из-за его большей доступности.
- Возможна реализация совместных проектов с банками.
- Возможна реализация комплексного IT-решения по оценке залоговых автомобилей, которое позволит другим МФО и банкам также выдавать займы и кредиты под залог автомобилей.
- Публичность ПАО «СТГ», материнской компании КарМани, открывает доступ к более дешевому фондированию. Также КарМани рассматривает ЦФА в качестве альтернативного источника финансирования (более дешевого, чем, например, долговой рынок) своего бизнеса. Компания 27 декабря уже осуществила первый выпуск ЦФА сроком на три месяца на общую сумму 40 млн руб.

## Риски

- Ужесточение регулирования залоговых потребительских микрозаймов со стороны Банка России.
- Ужесточение требований Банка России к достаточности капитала МФО может создать риски для роста портфеля займов КарМани или стать причиной допэмиссии акций ПАО «СТГ».
- В случае, если высокая ключевая ставка ЦБ сохранится надолго, КарМани будет вынуждена привлекать обязательства по более высоким процентным ставкам. Это увеличит процентные расходы и негативно повлияет на рентабельность.
- Выход из капитала некоторых ранних акционеров после завершения локап-периода (30 декабря 2023 года) может оказать дополнительное давление на акции ПАО «СТГ».
- Крупные банки создают МФО с прямым доступом к дешевому фондированию, что усиливает конкуренцию на микрофинансовом рынке.
- Нереализация стратегии развития КарМани.

## Ограничение ответственности