

15 октября 2020 г.

**Softline**

 Официальный сайт: <https://softline.ru/>

**Риск: ПОВЫШЕННЫЙ**
**Кредитные рейтинги**

АКРА

Эксперт РА

«ruBBB+»/Стабильный

**Параметры предстоящего выпуска**

Номер эмиссии	001P-04
Дата размещения	20.10.2020
Планируемый объем	3 000 000 000 RUB
Номинал	1 000 RUB
Срок обращения	3 года
Оферта	-
Ориентир ставки купона	9,0-9,5% годовых
Периодичность купона	квартальный
Ориентир дюрации	2,6 года
Амортизация	25% от номинала в декабре 2022 года
Поручители	Axion Holdings Cyprus Ltd.
Организаторы	BCS Global Markets, банк «Открытие», АЛЬФА-Банк Капитал, Газпромбанк, РОСБАНК, Совкомбанк, Тинькофф Банк

**Основные финансовые показатели (МСФО)**

Отчетный год*	2017	2018	2019
<b>Финансовые показатели, \$ млн</b>			
Выручка	1 193	1 352	1 611
ЕБИТДА	30,1	39,1	50,2
Чистая прибыль	9,0	0,4	9,5
Краткосрочный долг	33,7	53,6	88,3
Долгосрочный долг	46,2	55,9	4,5
Совокупный долг	79,9	109,5	92,8
Денежные средства	47,2	47,2	62,0
Чистый долг	32,6	62,3	30,8
<b>Коэффициенты</b>			
Рентабельность ЕБИТДА	2,5%	2,9%	3,1%
Чистый долг/ ЕБИТДА	1,1x	1,6x	0,6x
Краткоср. долг/ Долг	42%	49%	95%

\* финансовый год Softline с 1 апреля по 31 марта

Источники: данные компании, расчеты Открытие Брокер

**Инвестиционная идея**
**Softline**
**Удлиняя дюрацию**

- **Softline Group** — глобальный поставщик комплексных технологических решений, «облачных» сервисов, программного и аппаратного обеспечения, а также широкого спектра IT-услуг. Компания является партнером более чем 3000 ведущих глобальных вендоров.
- Российский рынок является ключевым для Группы. Softline помимо России представлена еще более чем в 50 развивающихся странах и зарабатывает в них около 25% валовой прибыли.
- Softline представляет собой динамично развивающуюся компанию с комфортным для кредиторов уровнем долга, который компания поддерживает на протяжении многих лет. Целевые значения показателя «чистый долг/ ЕБИТДА» в долгосрочной перспективе составляют 1,0x-1,5x.
- На балансе Softline имеется 10,1% акций норвежской IT-компании Crayon. Рыночная стоимость данного пакета сегодня составляет порядка \$100 млн, что превышает совокупный размер долга группы.

**О компании**

Softline Group — глобальный поставщик комплексных технологических решений, облачных сервисов, программного и аппаратного обеспечения, а также широкого спектра IT-услуг. Компания была основана в России в 1993 году, и с тех пор сильно эволюционировала. С точки зрения географии, в настоящий момент Softline помимо РФ работает еще более чем в 50 развивающихся странах Восточной Европы, Латинской Америки, Центральной Азии и АТР, и уже зарабатывает за рубежом порядка 1/4 консолидированной валовой прибыли. Параллельно Softline является партнером более чем 3 000 ведущих мировых поставщиков программного и аппаратного обеспечения (в числе которых Microsoft, Oracle, Intel, Kaspersky, Lenovo и многие другие), имеет высочайшие партнерские статусы всех ключевых вендоров, а также является одним из шести глобальных «золотых» партнеров Microsoft.

Продажи ПО, лицензий и оборудования по-прежнему являются для Softline основным источником дохода, однако их вес в совокупной выручке быстро снижается (см. диаграмму 3). Стратегической целью для Softline является фокус на более маржинальных «облачных» решениях и IT-услугах. Именно в «облачных» технологиях на волне всеобщей цифровой трансформации компания видит основной фактор роста на горизонте как минимум 10 ближайших лет.

С точки зрения юридической структуры, Softline представляет собой холдинг, объединяющий целую группу юридических лиц. Его головной компанией является кипрская Axion Holding Cyprus Ltd. АО «СофтЛайн Трейд» (эмитент рублевых облигаций) — российская дочерняя компания группы, занимающаяся продажами на территории РФ. По различным рейтингам, на протяжении многих лет российское подразделение Softline стабильно входит в ТОП-5 крупнейших IT-компаний страны. Занимая столь существенное положение на домашнем рынке, Softline активно сотрудничает с крупнейшими, в

том числе и государственными компаниями.

Softline имеет кредитные рейтинги от S&P на уровне «В» и от ЭкспертРА на уровне «ruBBB+» (был повышен на одну ступень в конце августа) соответственно со стабильными прогнозами.

Диаграмма 1. Лeverидж и стоимость заимствований Softline

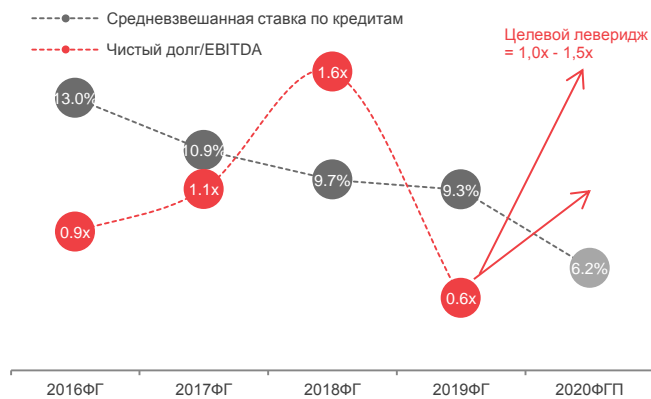
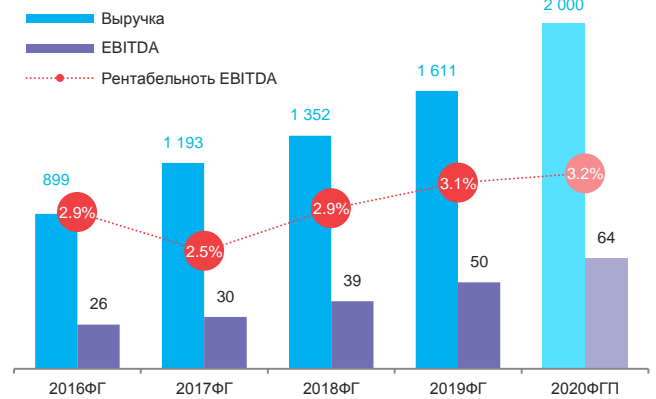


Диаграмма 2. Основные финансовые показатели Softline (\$ млн)



Источники: данные компании, расчеты Открытие Брокер

Мажоритарным акционером Softline является основатель компании и председатель совета директоров Игорь Боровиков (79,9%). Миноритарные акционеры — Совкомбанк, Da Vinci Capital и Zubr Capital — появились в акционерном капитале относительно недавно. Возможно, это есть первый шаг к обретению Softline статуса публичной компании, о чем ее менеджмент и основной акционер уже неоднократно заявляли.

### Финансовое состояние и перспективы

Диаграмма 3. Структура выручки Softline Group



Источники: данные компании, расчеты Открытие Брокер

Softline представляет собой динамично растущую компанию, практически удвоившую выручку и ЕВITDA за последние три года (см. диаграмму 2). Рентабельность бизнеса Группы пока невелика, однако по мере развития направления «облачных» решений и IT-услуг она продолжит постепенно расти. В то же время, несмотря на довольно быстрое развитие, Softline аккуратно прибегает к использованию заемных средств, сохраняя финансовую устойчивость на хорошем уровне (см. диаграмму 1). В долгосрочной перспективе компания также планирует удерживать соотношение «чистый долг к ЕВITDA» в диапазоне 1,0x-1,5x, который является более чем комфортным для компании и её кредиторов, учитывая, что сейчас крупнейшие банки готовы кредитовать Softline под ставку в размере 6,0–6,5% годовых (см. диаграмму 1), правда, краткосрочно. За счет размещения двух рублевых облигационных выпусков в текущем году (001P-03 в апреле и настоящий 001P-04) Группа планирует удлинить дюрацию своего долгового портфеля, увеличив долю долгосрочных займов в нем до 50%.

Отдельно отметим, что на балансе Softline имеется 10,1% акций норвежской IT-компании Crayon. Рыночная стоимость данного пакета на сегодняшний день составляет примерно \$100 млн, что немного превышает объем совокупного кредитного портфеля Группы на конец марта. Менеджмент рассматривает различные варианты, касающиеся дальнейшей судьбы указанной инвестиции, однако окончательного решения пока не принял.

### Облигации Софтлайн Трейд, 001P-04

В декабре 2017 года Softline Group разместила дебютный выпуск рублевых трехлетних облигаций серии 001P-01, который должен быть погашен уже в декабре текущего года. Эмитентом выступило АО «СофтЛайн Трейд», ofertу держателям выставила материнская компания — Axion Holding Surgus. По такой же схеме были размещены следующие два выпуска (001P-02 и 001P-03) и планируется 001P-04. Средства от размещения новых облигаций будут направлены на выкуп дебютных бондов, а также на развитие бизнеса Группы.

Заявки на участие в первичном размещении облигаций «СофтЛайн Трейд» серии 001P-04 планируется собрать 20 октября. Индикативный уровень ежеквартального купона составляет 9,0–9,5% годовых. На наш взгляд, покупка данных бумаг является хорошей возможностью разместить средства под высокую ставку для инвесторов склонных к повышенным уровням ожидаемой доходности и риска на рублевом долговом рынке. Учитывая общую тенденцию к снижению ставок на долговом рынке, трёхлетний срок обращения в сочетании с высокой ожидаемой доходностью выглядит особенно привлекательно.

### Риски

- Вторая волна COVID-19 и новый шок для глобальной и российской экономик
- Повышение НДС на весь иностранное ПО в РФ с 2021 года может негативно отразиться на продажах Группы
- Относительно невысокая прозрачность бизнеса Softline Group

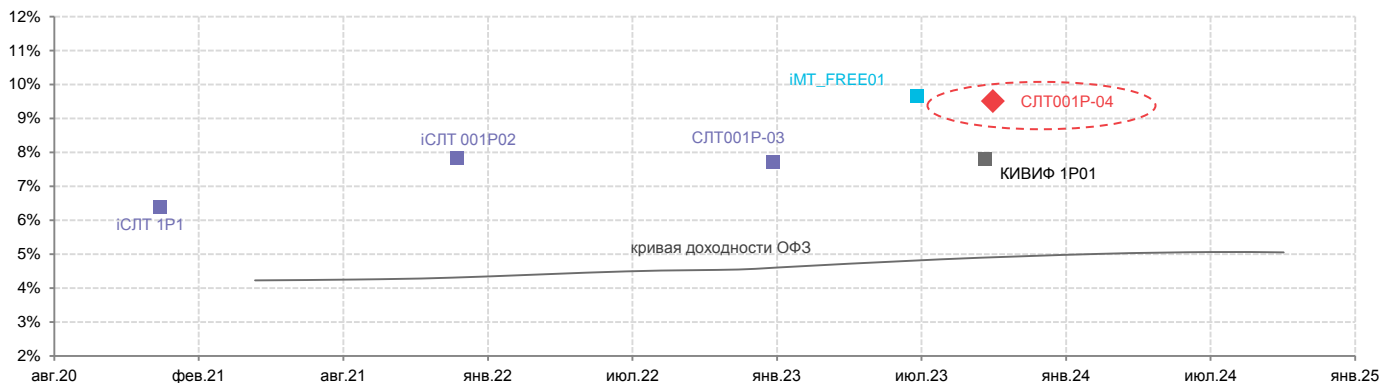
### Инвестиционная идея

ПОКУПАТЬ облигации «СофтЛайн Трейд» серии 001P-04 на размещении по цене 100% от номинала.

Планируемый срок инвестиции - не менее года.

Рекомендуемая доля в портфеле – не более 10%.

Таблица 1. Доходность нового выпуска Софтлайн Трейд 001P-04 в сравнении с рядом облигаций IT-компаний РФ



Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Брокер

#### МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО ОБЛИГАЦИЯМ

##### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации превышает средние значения для данного кредитного качества. У облигации есть факторы роста цен, способствующие ускоренной реализации потенциала в краткосрочном периоде.

##### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации находится на уровне средних значений для данного кредитного качества. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента.

##### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность от инвестиций не компенсирует инвестиционные риски. На динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе «Ваш финансовый аналитик» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «Личный брокер» <http://private.open-broker.ru/>

**Ближайший офис:** <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ

[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

#### Личные брокеры

Николай Рузайкин  
Начальник управления  
<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

#### Еврооблигации

Диск облигаций  
8 800 500-99-66

#### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

#### Аналитики

Константин Бушуев, PhD  
Главный инвестиционный стратег:  
макрэкономика, глобальная  
стратегия

Алексей Павлов, PhD  
Главный аналитик: акции,  
облигации

Илья Мартыненко  
Технический аналитик

Михаил Шульгин  
Начальник отдела  
глобальных исследований

Оксана Лукичева  
Аналитик: товарные рынки

Иван Авсейко  
Аналитик: международные рынки

Алексей Корнилов, CFA  
Аналитик: международные рынки

Андрей Кочетков, PhD  
Ведущий аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2020

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

#### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Содержащаяся в аналитическом отчете инвестиционная идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату инвестиционной идеи; оба показателя указаны в инвестиционной идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в аналитический отчет изменения с целью актуализации указанной в нем информации. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. «Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации. Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.