

Компания выкупила 2% акций Период неопределенности позади?

Softline (SFTL)

 Рекомендация: **ПОКУПАТЬ**

Компания объявила 19 мая результаты оферты на выкуп своих ГДР стоимостью \$1 за бумагу: всего компания выкупила 4,4 млн ГДР, что составляет 2,2% капитала (из расчета 200 млн акций, с учетом реализации опционной программы). Завершение программы выкупа в случае с Softline не означает, что котировки просядут, лишившись фактора поддержки, так как выкуп касался только ГДР, торгуемых на LSE, и, как мы понимаем, был организован для того, чтобы позволить выйти из бумаги тем инвесторам, которые в силу различных причин не могли продолжать держать бумаги компании. Нельзя исключать, что завершение выкупа по фиксированной цене \$1/ГДР может оказать даже положительное влияние на акции после того, как данный ценовой индикатив перестанет присутствовать на рынке, и со временем снизится дисконт ГДР, торгуемых на LSE, к цене ГДР, торгуемых на Мосбирже.

Softline 24 мая объявит результаты за 4K22 (завершился 31 марта 2022 г.). Мы предполагаем, что помимо отчетности компания может представить: (1) результаты и перспективы продления программы buy-back; (2) планы монетизации инвестиций в Crayon; (3) анонсировать изменения структуры владения активами с целью минимизации санкционных рисков; (4) дать комментарии по состоянию IT-рынка, ориентиры финансовых показателей. В начале марта компания отозвала свои прежние прогнозы. По итогам звонка мы можем пересмотреть финансовую модель и целевую цену акций Softline.

Очевидно, что рыночная капитализация компании из-за геополитической ситуации не соответствует ее реальной стоимости. Компания недавно монетизировала большую часть инвестиций в Crayon. Размер денежных средств на балансе, соответственно, может составить около \$450 млн (при отрицательном чистом долге порядка \$200 млн) по сравнению с текущей капитализацией компании (из расчета 200 млн акций) в размере \$507 млн на Мосбирже и \$224 млн – на LSE.

Вероятная реорганизация российского подразделения призвана, прежде всего, купировать гипотетические санкционные риски в восприятии компании зарубежными партнерами. Стоит отметить, что многие регионы присутствия Softline, включая Индию, страны Латинской Америки, относительно толерантны к санкционным рискам России. По состоянию на середину мая уже можно констатировать, что основные санкционные риски обошли по-настоящему международную компанию с российскими корнями стороной. Softline по-прежнему взаимодействует с ключевыми вендорами и котируется на LSE.

В начале календарного 2022 г. Softline приобрела пять активов в соответствии со своей стратегией развития. Пауза в M&A-активности, затянувшаяся с февраля, была обусловлена неопределенностью, связанной с продолжением работы компании с крупнейшими западными вендорами. **Есть основания полагать, что компания продолжит приобретать активы, и ее значительная финансовая подушка позволит активно фондировать развитие, опережая конкурентов, зачастую финансируя приобретения за счет обмена акциями.**

Что касается российского рынка, то уход с него таких конкурентов как Crayon и SoftwareONE будет способствовать росту доли Softline, а массовый переход на отечественное ПО задаст тренд роста сегмента IT-услуг на годы вперед.

Нельзя исключать, что звонок с менеджментом 24 мая может прояснить ситуацию вокруг развития компании, улучшить восприятие бумаги инвесторами.

Buy-back завершился

Выкуплено 2% акций по \$1/ГДР

Softline объявила 19 мая результаты оферты на выкуп стоимостью \$1 за бумагу: всего компания выкупила 4,4 млн ГДР, что составляет 2,2% акций (из расчета

Станислав Юдин

Stanislav.Yudin@iticapital.com

Елизавета Хёрн

Elizaveta.Herne@iticapital.com

200 млн акций, с учетом реализации опционной программы), при общем free-float в размере 23%. Средства за выкупленные ценные бумаги будут перечислены на счета предъявивших бумаги к выкупу держателей в Euroclear или Clearstream при первой же возможности, отметили в компании. Выкупленные акции будут переданы в фонд для сотрудников, который используется для долгосрочной программы поощрения.

Напомним, в середине апреля Softline выставил оферту на выкуп до 10% акций компании по цене \$1/ГДР. Дисконт по оферте составил 18% к цене закрытия торгов на Лондонской бирже накануне объявления, 13 апреля. Срок действия предложения составил 20 рабочих дней (14 апреля – 18 мая).

Оферта касалась только международного сегмента торговли бумагами Softline. Торговля ГДР в России и за рубежом разделена на два сегмента из-за блокировки моста Euroclear – НРД. На наш взгляд, оферта вызвана в том числе и резким снижением ликвидности ГДР компании. За последние торговые сессии стоимость ГДР не сильно отличалась от цены выкупа. Нестабильная конъюнктура рынка, вызванная геополитической неопределенностью, привела к значительному снижению цены котируемых ГДР.

В какой-то мере предложение компании добавило ликвидности международному сегменту и позволило выйти из бумаги тем инвесторам, которые не были готовы ждать разрешения геополитической ситуации. С точки зрения остающихся акционеров предложение также выглядит позитивным, так как компания краткосрочно уменьшит количество акций в обращении, выкупив акции значительно ниже цены IPO, ниже консенсус-прогноза рынка в части целевой цены ГДР. Совет директоров (СД) компании считает, что текущая стоимость ГДР не отражает реальную стоимость или глобальный потенциал компании. Выкуп акций не являлся принудительным, решение о выкупе было принято исходя из предложений держателей ГДР Softline. Мы не видим свидетельств того, что компания ставит целью делистинг с LSE. Наоборот, доля международного бизнеса в географической структуре операций компании в 2022 г. с большой долей вероятности превысит 50%. Компания является международной и развивается активно именно в контексте экспансии на развивающиеся рынки.

Согласно оферте, максимально компания могла потратить \$18 млн. Учитывая, что компания привлекла в ходе IPO \$400 млн, данный выкуп не окажет негативного влияния на способность компании фонтировать M&A на развивающихся рынках, что является одним из важных пунктов стратегии развития. Выкуп финансируется за счет средств, полученных от операционной деятельности и финансовых вложений компании.

Изменение структуры владения активами

Адаптация к санкционным рискам

Softline 6 мая 2022 г. объявил о том, что изучает варианты конфигурации своих активов и структуры собственности для оптимизации стоимости компании, так как в настоящий момент международный и российский рынки уже значительно отличаются в части операционных составляющих, приоритетов клиентов и требуемых рыночных стратегий.

В компании отмечают, что продолжают подстраиваться под изменяющиеся условия российского рынка, стараясь сократить влияние таких факторов, как ограничение поставок некоторых программных продуктов и оборудования, а также изменения политики работы в России некоторых вендоров.

Какое решение может быть выбрано?

Компания не анонсирует возможную форму реорганизации. Мы можем только предполагать, что с целью купирования санкционных рисков компания изберет

ту или иную стратегию дистанцирования от российского бизнеса. Мы сомневаемся, станет ли решением деконсолидация российского бизнеса. Теоретически пакет в российской «дочке» может быть продан с опцией обратного выкупа с течением времени. Какие примеры мы уже видели на рынке:

1. Бизнес Accenture в России в середине апреля был передан менеджменту и переименован. Сама консалтинговая компания Accenture в начале марта объявила о своем уходе из России в связи с операцией на Украине и завершила передачу локального бизнеса менеджменту. Новая компания переименована, на 100% принадлежит руководству и, соответственно, независима от Accenture. Так, по данным Интерфакса, 33% в компании было передано гендиректору Вартану Диланяну, у остальных топ-менеджеров – доли от 17% до 5%. Штат компании в России значителен - почти 2,3 тыс. человек, при этом компания зарегистрирована в Ирландии, а штаб-квартира находится в Нью-Йорке. Всего Accenture работает в 120 странах.
2. В начале марта McKinsey объявила, что не будет заключать новые контракты в России, и с 15 апреля полностью прекратила работу в стране.
Владельцами ООО «Мак-Кинзи и компания СаАйЭс» стали российские партнеры McKinsey, покинувшей российский рынок после начала военной операции на Украине.
3. Российские активы группы Renault переходят в государственную собственность России. В соответствии с подписанным соглашением, 68%-ная доля французского концерна в АвтоВАЗе перешла в управление ФГУП НАМИ с **опционом обратного выкупа** в течение следующих шести лет, а 100% акций московского автозавода ЗАО Рено Россия будет владеть правительство Москвы.
С компанией **Renault** достигнута договоренность о сохранении всей действующей линейки автомобилей АвтоВАЗа с возможностью развития продуктов и освоения новых продуктов в соответствии с планами, которые у АвтоВАЗа уже существовали.

Органы правления уже претерпели изменения

В марте 2022 г. компания проводила перестановки в руководстве. Так, 4 марта Softline объявил, что Сергей Черноволенко ушел с поста CEO Softline Holding и занял должность операционного директора. Вместо него компанию возглавил Рой Хардинг, ранее занимавший должность гендиректора Softline. Новым гендиректором Softline International 1 апреля стал бывший топ-менеджер Xerox Эрве Тесслер. Тесслер с 2017 по 2020 гг. являлся исполнительным вице-президентом и президентом по международным операциям в Xerox.

Тогда же основатель Softline Игорь Боровиков покинул пост председателя совета директоров Softline Holding, сохранив место в СД. Боровиков возглавлял комитет по М&А за пределами СНГ. Председателем СД стал неисполнительный директор Жак Герс. В то же время компанию покинули два члена СД: сооснователь Almaz Capital Александр Галицкий и основатель и управляющий партнер Da Vinci Capital Олег Железко.

Также 15 марта компания ввела должность генерального директора в российском филиале Softline - этот пост занял Владимир Лавров. С 2019 г. Лавров занимал пост директора управления ИБ Softline, позже был назначен коммерческим директором в российском регионе.

М&А-активность должна возобновиться

В начале календарного 2022 года Softline приобрела пять активов в соответствии со своей стратегией развития. Пауза в М&А-активности на развивающихся рынках, затянувшаяся с февраля, была обусловлена неопределенностью, связанной с продолжением работы компании с

крупнейшими западными вендорами и способностью компании придавать дополнительный импульс развития приобретаемым компаниям. Создается впечатление, что основной санкционный риск обошел по-настоящему международную компанию с российскими корнями стороной. Компания по-прежнему взаимодействует с ключевыми вендорами и котируется на LSE.

Гипотетическая консолидация развитого российского бизнеса не обязательно приведёт к уходу прибыли компании в отрицательную зону на фоне активной экспансии Softline. Как известно, M&A-сделки положительно влияют на прибыльность. Так, приобретённые в 4K FY21 компании добавляют более \$57,5 млн оборота (3% оборота за FY20) и \$12,8 млн EBITDA, что соответствует норме EBITDA по обороту в 22% против 3% за 2020 г. у Softline. В ходе конференц-звонка 3K21 топ-менеджмент отмечал, что все пять M&A сделок завершены в 4K21, что означает, что в FY22 Softline начнет консолидировать результаты этих компаний в полном объеме.

Softline монетизирует долю в Crayon

Продажа пакета вероятно связана с общей ситуацией на фондовом рынке

На конец 4K21 Softline владел около 7,5%, или 3,3 млн акций, Crayon. Softline держит свой пакет акций в Crayon через Ситибанк, доля которого в Crayon сократилась с 3,3 млн акций до 2,5 млн акций 12 мая и далее – до 1,5 млн акций, по данным Infront. Доля Softline в Crayon на 13 мая сократилась на 400 тыс. акций, до 1,1 млн акций. Общая стоимость проданных [компанией Softline?] акций Crayon могла составить от \$29 до \$35 млн, оставшаяся доля составляет около 1% и стоит \$15 млн.

Продажа пакета Crayon, на наш взгляд, демонстрирует высокие навыки управления ликвидностью менеджментом Softline и объясняется негативным трендом на фондовом рынке.

Индекс волатильности рынка США вырос до значений начала марта 2022 г. и конца октября 2020 г., и в два с половиной раза ниже пиковых значений конца марта 2020 г. Капитализация индекса S&P 500 (на 12 мая) упала на \$6,6 трлн с пикового уровня, до \$35 трлн, т.е. уровня 30 марта 2021 г. Компании роста несут все больше потерь, капитализация компаний FAANG уже упала на \$2,9 трлн с начала года, с максимума 19 ноября 2021 г. - на \$3,5 трлн. Основное падение началось в конце марта - тогда рынок США просел на 13% (всего с начала года - на 16%), а NASDAQ - на 19% (всего с начала года - на 25%).

Контакты

Аналитический департамент

Искандер Луцко	Руководитель аналитического департамента, главный инвестиционный стратег.....	Iskander.Lutsko@iticapital.com
Ольга Николаева	Главный аналитик, рынок облигаций.....	Olga.Nikolaeva@iticapital.com
Станислав Юдин	Главный аналитик, рынок акций.....	Stanislav.Yudin@iticapital.com
Елизавета Хёрн	Аналитик.....	Elizaveta.Herne@iticapital.com
Олег Макаров	Главный редактор	Oleg.Makarov@iticapital.ru

Заявление об ограничении ответственности

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее – Компания, лицензия № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Банком России) и предназначена исключительно для ознакомления.

Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем.

Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки.

Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий

заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Представленная информация не является рекламой ценных бумаг и/или иных финансовых инструментов.

Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя.

Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.