

НАЧАЛО ПОКРЫТИЯ

ДИАСОФТ

Элита российской IT-разработки

Мы начинаем аналитическое покрытие разработчика программного обеспечения «Диасофт» с целевой ценой 6 300 руб. и рекомендацией «ДЕРЖАТЬ». Диасофт является лидером в сегменте разработки финансового ПО, и сложившаяся на рынке ситуация создает возможность для масштабирования компетенций. Мы ожидаем роста свободного денежного потока до 2028 г. со среднегодовым темпом 35%. Диасофт также предлагает щедрую дивидендную политику с выплатами в размере 80% EBITDA на ежеквартальной основе в 2024–2025 гг., что соответствует дивидендной доходности 7,2% в 2024 г. и 9,7% в 2025 г. При этом, с учетом сильной динамики цены акции с момента IPO (+33%) и премии к ближайшим аналогам из сектора IT-разработки – Группе Позитив и ГК «Астра», мы считаем, что краткосрочный потенциал роста цены акции ограничен.

Бизнес-модель, проверенная временем и конкуренцией

Диасофт является признанным лидером в сегменте производства финансового ПО, что подтверждается высокими позициями в многочисленных российских и международных рейтингах. Российская отрасль финансового ПО является высококонкурентной и одной из самых продвинутых в мире, и за 32 года существования Диасофт удалось завоевать лидерство в борьбе с локальными и международными производителями, а также с внутренними продуктами банков, что может характеризовать бизнес-модель компании как весьма эффективную.

Импортозамещение создает окна возможностей

Прекращение деятельности международных IT-компаний в РФ начиная с 2022 г. создает окна возможностей для российского бизнеса. Для Диасофт целевыми сегментами реализации стратегии импортозамещения являются ПО для государственного сектора и системы управления ресурсами предприятия (ERP) для корпоративного сектора, а также системное ПО и средства производства программных продуктов. По нашим оценкам, объем целевых сегментов рынка к 2028 г. превысит 200 млрд руб., а их среднегодовой темп роста в 2023–2028 гг. будет выше, чем в среднем по IT-отрасли, и составит 15%.

Возможность для подтверждения высокого стандарта компетенций

Наш базовый прогноз подразумевает постепенное увеличение доли рынка в ключевом сегменте бизнеса – финансовом ПО, и закрепление в комплементарных нишах в новых сегментах (ERP/госсектор, системное ПО). В таком случае среднегодовой темп роста выручки и EBITDA до 2028 г. составит 31%. Мы также рассмотрели альтернативный сценарий, который подразумевает более агрессивный рост доли на основном рынке и успешное развитие в новых сегментах. В таком сценарии ожидаемый среднегодовой темп роста выручки и EBITDA составит 47% и 48% соответственно.

Самая щедрая дивидендная политика в IT-секторе

Дивидендная политика Диасофт подразумевает самый высокий в секторе коэффициент дивидендных выплат: 80% EBITDA – в 2024–2025 гг. и 50–100% EBITDA в дальнейшем. Это соответствует дивидендной доходности 7,2% в 2024 г. и 9,7% в 2025 г. При этом Диасофт планирует платить дивиденды на ежеквартальной основе, что уникально для российского сектора IT.

Текущий уровень цен предполагает премию к ближайшим аналогам

Уникальная комбинация роста и дивидендов была по достоинству оценена инвесторами, и размещение прошло со значительным превышением спроса над предложением, в результате чего акция выросла на 40% в первый день торгов. В настоящий момент Диасофт оценивается в 8,2x EV/EBITDA '25П, что предполагает премию в 10% к ГК «Астра» и 40% к Группе Позитив. В связи с этим мы считаем, что краткосрочный потенциал роста ограничен и рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции Диасофт.

Сергей Либин

Sergey.Libin@gazprombank.ru

Жонибек Исомиддинов

Zhonibek.Isomiddinov@gazprombank.ru

Георгий Соловьев

Georgiy.A.Solovev@gazprombank.ru

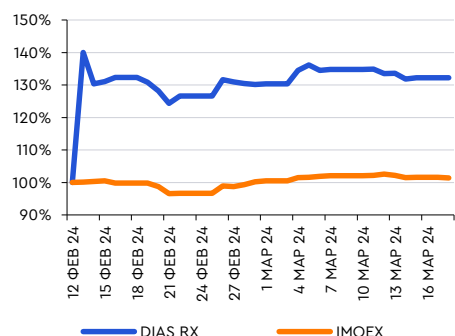
ТИКЕР	DIAS RX
Целевая цена, руб.	6 300
Текущая цена, руб.	6 000
Потенциал роста	5%
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ

Источник: открытые источники, Газпромбанк

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млрд руб.	63
Чист. долг и проч., млрд руб.	-3
EV, млрд руб.	60
Макс. за 52 нед., руб.	6 300
Мин. за 52 нед., руб.	5 599

Источник: открытые источники, Газпромбанк

Динамика котировок акций Диасофта и индекса Мосбиржи



Источник: открытые источники

СОДЕРЖАНИЕ

О компании.....	3
Достижения компании.....	5
Структура акционеров.....	5
Ключевые направления бизнеса	7
Корпоративное ПО для финансового сектора.....	7
ПО для госсектора и ERP	11
SWOT-анализ.....	13
Российский рынок ПО и ИТ-услуг	14
Рынок ПО финансового сектора	14
Рынок ПО для госсектора и ERP.....	16
Рынок системного ПО и средств производства программных продуктов	17
Государственная поддержка	18
Бизнес-модель	18
Базовый сценарий: органическое развитие	20
Прогнозная модель	20
Оценка	23
Дисконтирование денежных потоков.....	23
Позиционирование внутри российского технологического сектора	24
Сравнительный метод: рыночные мультипликаторы	25
Альтернативный сценарий: реализация компетенций	28
Прогнозная модель	28
Оценка	31
Дисконтирование денежных потоков.....	31

О КОМПАНИИ

Группа компаний «Диасофт» – ведущий разработчик корпоративного программного обеспечения. Компания присутствует на российском рынке более 30 лет и сейчас предлагает портфель из более чем 230 востребованных продуктов, 196 из которых включены в реестр отечественного ПО.

Основная деятельность компании заключается в разработке ПО для финансового сектора, госсектора и ERP, а также в создании системного ПО и средств производства программных продуктов. Группа является лидером на рынке корпоративного ПО для корпораций, предоставляющих финансовые услуги. Согласно данным Strategy Partners, Группа занимает 24% рынка в этом секторе (в 2022 г.); 8 банков из топ-10 – клиенты Диасофт. В компании работает более 1 500 IT-разработчиков и запускается более 300 проектов в год.

Группа входит в Ассоциацию ФинТех (АФТ), которая включена в глобальный рейтинг ведущих поставщиков цифровых банковских решений Digital Banking Platforms Universe Report компании Omdia. Продукты компании сертифицированы ФСТЭК России, номинированы на престижные премии, а их качество подтверждено оценками международных экспертов.

История развития компании



Источник: данные компании

Импортозамещение на российском ИТ-рынке

РОССИЙСКИЕ РАЗРАБОТЧИКИ

УШЕДШИЕ ИНОСТРАННЫЕ КОМПАНИИ



Источник: данные компании

Карта импортозамещения в разрезе продуктов Диасофт

КЛАССЫ ПРОДУКЦИИ		ИНОСТРАННЫЕ РЕШЕНИЯ	ПЛАТФОРМА
ПО для финансового сектора	Работа с данными	ORACLE DATA INTEGRATOR, SAP	Управление потоками данных
	Цифровизация банковских операций	ORACLE BPM, SAP BPM	Единая цифровая платформа
	Бизнес-мониторинг, аналитика, визуализация данных	Power BI, tableau	Бизнес - мониторинг
	Управление каталогами продуктов и тарифов	Terrasoft, Microsoft Dynamics	Продуктовая фабрика
	Автоматизация кредитного процесса	SAS, experian, FICO	Единая цифровая платформа
	Автоматизация процессов продажи продуктов и обслуживания клиентов	Terrasoft, ORACLE, Siebel	Единая цифровая платформа
	Оценка комплаенс-рисков	SAS, FinScan, LexisNexis	Риски и комплаенс
	Управление рыночными данными	Bloomberg, THOMSON REUTERS	Финансовые рынки
	Учетные и бухгалтерские системы	ADACTA, SAP	Учетные решения, отчетность
	Бэк-офис	TEMENOS, TCS, BOLNCS	Розничные решения и др.
Системное ПО	Госсектор и ERP системы	SAP ERP, Microsoft Dynamics, ORACLE BUSINESS SUITE	Управление персоналом и др.
	Системы управления базами данных (СУБД)	ORACLE DATABASE, SQL Server	Управление базами данных
	Микросервисная архитектура и управление контейнерами	Red Hat OpenShift	Управление контейнерами и др.
	Управление JavaEE – совместимыми серверами приложений	IBM WebSphere, ORACLE WEBLOGIC SERVER	Управление серверами приложений
	Средство управления производством ПО	Jira	Управление проектами

Источник: данные компании

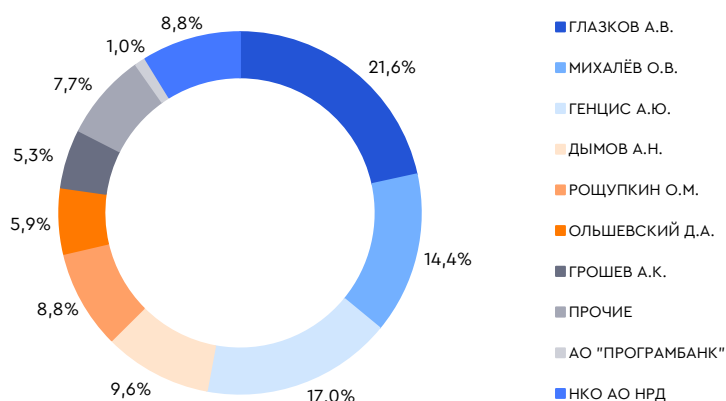
Достижения компании

РЕЙТИНГ	ГОД	АГЕНТСТВО
Now Tech: Digital Banking Engagement Platforms	2021	FORRESTER
Market Guide for Digital Banking Multichannel	2022	Gartner
Digital Banking Platforms Universe Report	2023	OMDIA
IDC Fintech Rankings	2023	IDC
Small Business Digital Banking Platforms Report	2023	CELENT

НОМИНАЦИЯ В ПРЕМИИ	ГОД	ОРГАНИЗАТОР
Лучшая цифровая инициатива	2020	BANKING TECH AWARDS
Best Use of IT in Treasury and Capital Markets	2021	BANKING TECH AWARDS
Best Treasury Implementation	2021	IBS Intelligence
Лучший IT-проект для поддержки кредитного бизнеса	2021	BANKING TECH AWARDS
IDC Real Results Award	2021	IDC

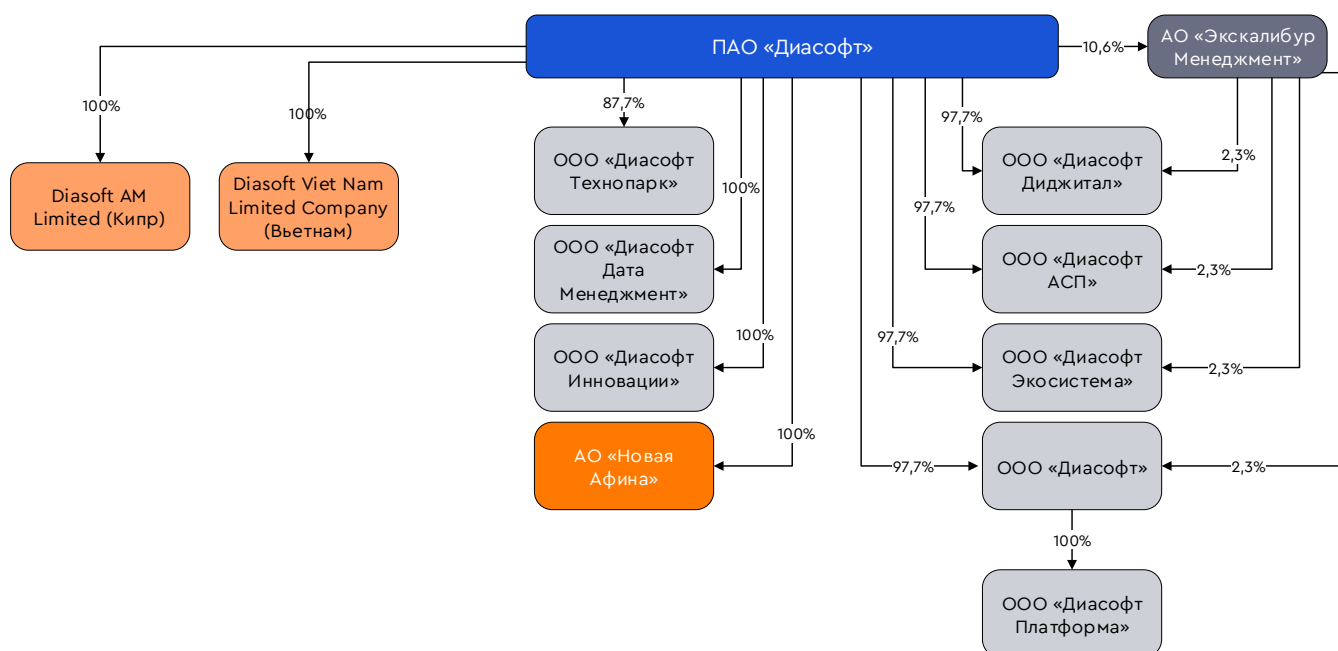
АССОЦИАЦИЯ	ГОД	РОССИЙСКАЯ/МЕЖДУНАРОДНАЯ
Banking Industry Architecture Network (BIAN)	2014	Международная
Ассоциация разработчиков программных продуктов	2015	Российская
РУССОФТ	2017	Российская
Ассоциация ФинТех (АФТ)	2023	Российская

Структура акционеров



Источник: данные компании

Юридическая структура Диасофт



Источник: данные компании

Дивидендная политика

За 2022 г. Диасофт выплатила 55% EBITDA в качестве дивидендов. В 2023 г. на дивиденды планируется направить не менее 62% EBITDA. Согласно дивидендной политике, дивиденды с 2024 г. будут выплачиваться ежеквартально, при этом их сумма в 2024–2025 гг. составит не менее 80% EBITDA, а с 2026 г. коэффициент выплат будет поддерживаться в диапазоне 50–100% EBITDA.

Программа долгосрочной мотивации сотрудников

В течение 2020–2023 гг. в компании действовала принятая в 2019 г. программа мотивации менеджмента, согласно которой в мае 2024 г. предполагается перераспределение до 10% акций пяти текущих акционеров ПАО «Диасофт» десяти другим акционерам.

Новая программа долгосрочной мотивации сотрудников предполагает перечисление в 2027 г. до 2% акционерного капитала 70–100 сотрудникам менеджерского уровня, согласно целям, установленным на период 2024–2026 гг.

КЛЮЧЕВЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ БИЗНЕСА

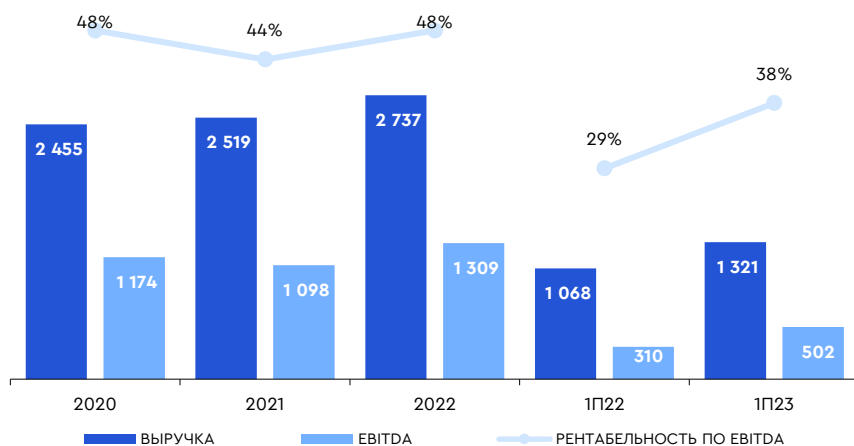
Корпоративное ПО для финансового сектора

ПО для операционной деятельности

Продуктовые решения в данном направлении обеспечивают обработку финансовой информации и проведение расчетов финансовых организаций. Клиентами данного направления компании являются более 115 финансовых организаций, в т.ч. 5 банков из топ-10 и 10 банков из топ-20 по объему активов. Продукты можно объединить в 3 платформы в зависимости от выполняемых целей и задач:

- платежная платформа продуктов, позволяющая проводить расчеты через платежные и расчетные системы в различных валютах (в т.ч. СБП, расчеты, валютный контроль, процессинг платежей и пр.);
- розничные решения – ПО, автоматизирующее деятельность банков в розничном обслуживании (кредиты, депозиты, платежные карты, переводы, аналитика и пр.);
- корпоративные решения – ПО для автоматизации сегмента корпоративного обслуживания коммерческих банков (кредиты, депозиты, факторинг, документарные операции и пр.).

Динамика финансовых показателей направления «Операционная деятельность»

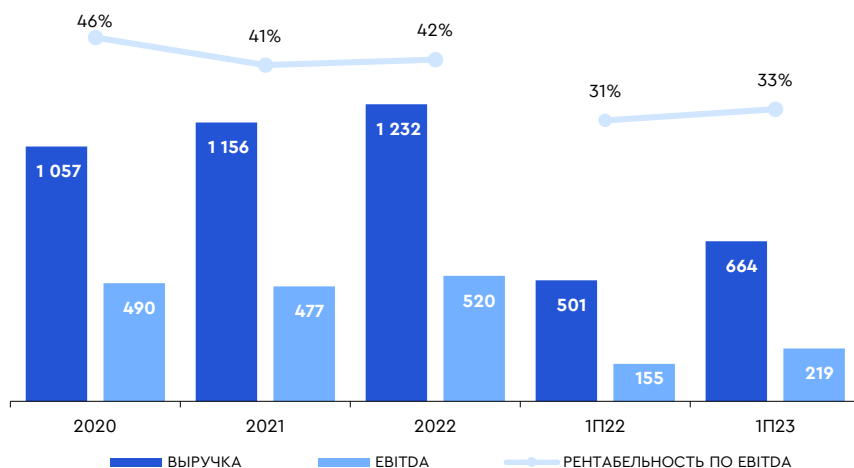


Источник: данные компании

ПО для финансовых рынков

Продуктовые решения предлагают автоматизацию деятельности финансовых организаций на финансовых рынках, осуществление функции брокера, депозитария доверительного управления и дилера. Соответствующие продукты включают в себя межбанковские кредиты, сделки на биржевом рынке ценных бумаг, конверсионные сделки, сделки с фьючерсами и опционами, депозитарный учет и пр. Клиентами данного направления являются более 70 финансовых организаций, в том числе 8 банков из топ-10 и 12 из топ-20.

Динамика финансовых показателей направления «Финансовые рынки»



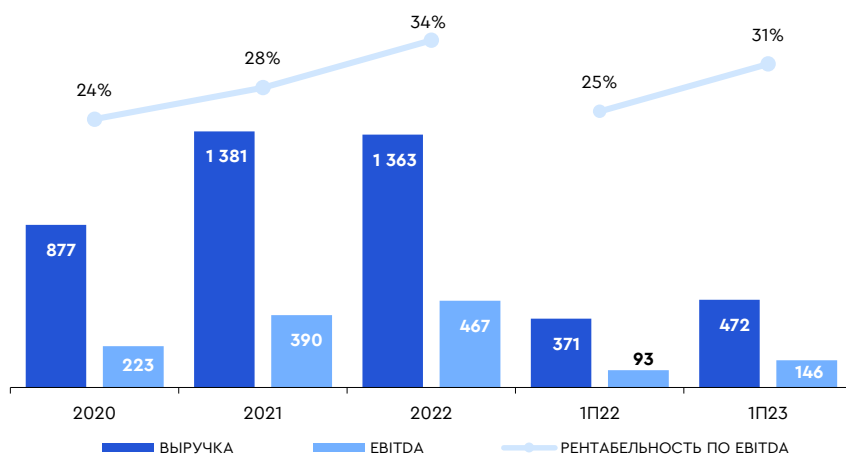
Источник: данные компании

ПО для цифровых решений

Данное направление занимается реализацией проектов цифровой трансформации сегментов банковского бизнеса. Его клиентами являются 10 банков из топ-30 по объему активов. В данном направлении преобладают 4 платформы:

- единая цифровая платформа – построение цифровых каналов и личных кабинетов, автоматизация, управление и мониторинг процессов;
- риски и комплаенс – выполнение требований Банка России, выявление подозрительных операций, проверки и управление рисками;
- единая фабрика продуктов – цифровые продукты под конкретные бизнес-направления внутри банка;
- электронный документооборот – обеспечение управления электронными документами, согласование документов и автоматизация процессов.

Динамика финансовых показателей направления «Цифровые решения»



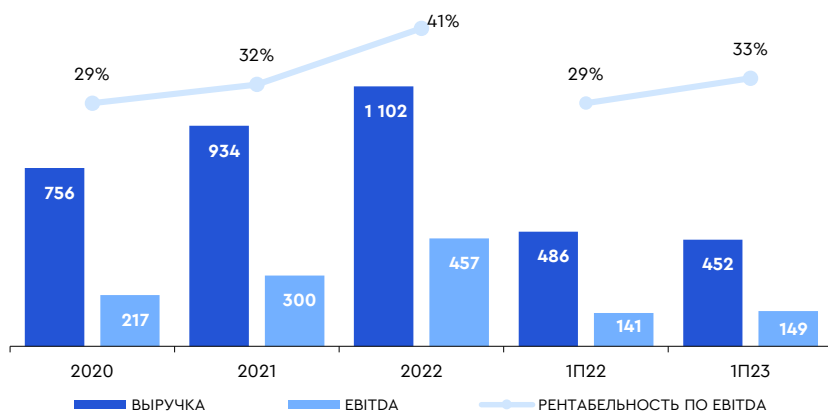
Источник: данные компании

ПО для учета и отчетности

Данное направление позволяет организовать хранение учетных данных, производить различные отчетности через имеющееся хранилище данных. Клиентами данного направления являются 13 банков из топ-30 по объему активов. Продукты классифицируются в 3 кластера:

- платформа «Учетные решения» – включает ПО для централизации данных и ведения бухгалтерского и продуктового учета, ведения главной книги;
- платформа «Аналитика и отчетность» – предоставляет автоматизированное построение отчетностей по МСФО, управленческой, налоговой, для ЦБ РФ;
- платформа «Фабрика данных» – объединяет ПО, предоставляющее доступ к широкому объему данных через каталоги данных и их контроль.

Динамика финансовых показателей направления «Учет и отчетность»

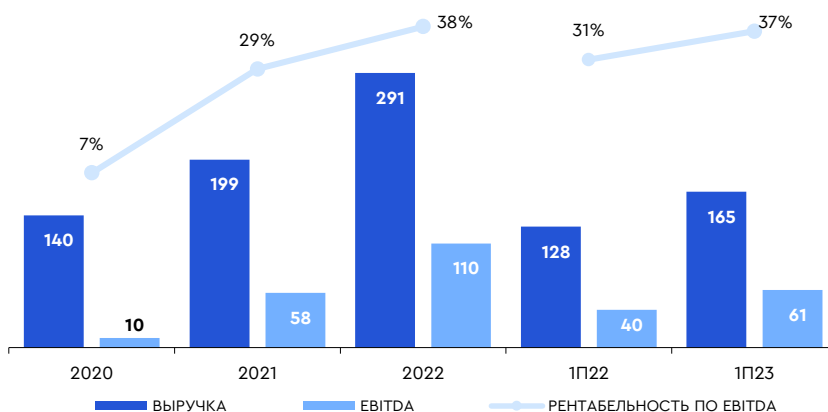


Источник: данные компании

ПО для страхования

Продуктовые решения данной категории позволяют автоматизировать учет основных направлений страхового бизнеса. Соответствующие продукты включают в себя ПО под страхование жизни, имущества, ДМС, отчетности, перестрахование и пр. Клиентами данного направления являются 15 организаций, в том числе дочерние структуры крупных российских банков.

Динамика финансовых показателей направления «Страхование»

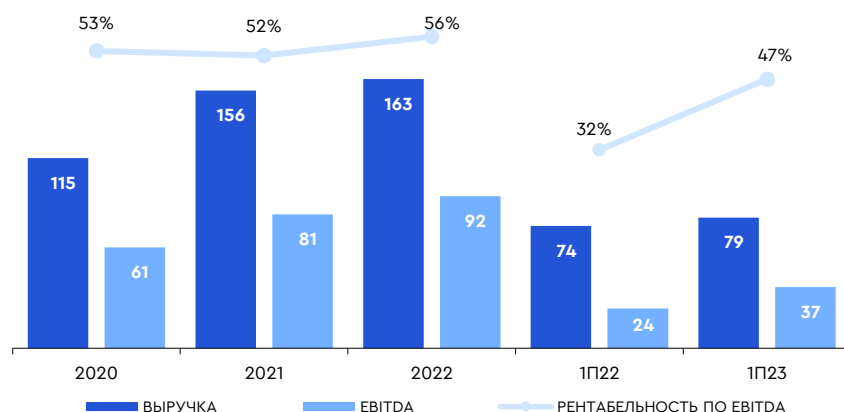


Источник: данные компании

ПО для системной интеграции

Продуктовые решения данной категории позволяют решать задачи по интеграции IT-систем. Соответствующие продукты включают в себя ПО архивации, резервного копирования, нагрузочного тестирования, интеграции и поддержки. Большинство клиентов компании пользуются данными продуктами.

Динамика финансовых показателей направления «ПО для системной интеграции»

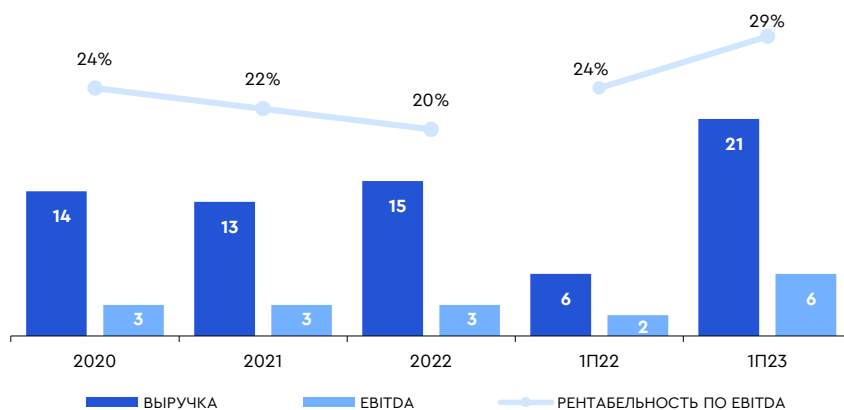


Источник: данные компании

Международные рынки

Корпоративное ПО компании представлено на рынках Китая, Индии, Монголии, Туркменистана, Казахстана, Вьетнама и Индонезии. Основные продукты, реализуемые за пределами РФ, включают в себя «Единую цифровую платформу», «Единую фабрику продуктов», «Бизнес-аналитику» и «Управление бизнес-процессами».

Динамика финансовых показателей направления «Международные рынки»



Источник: данные компании

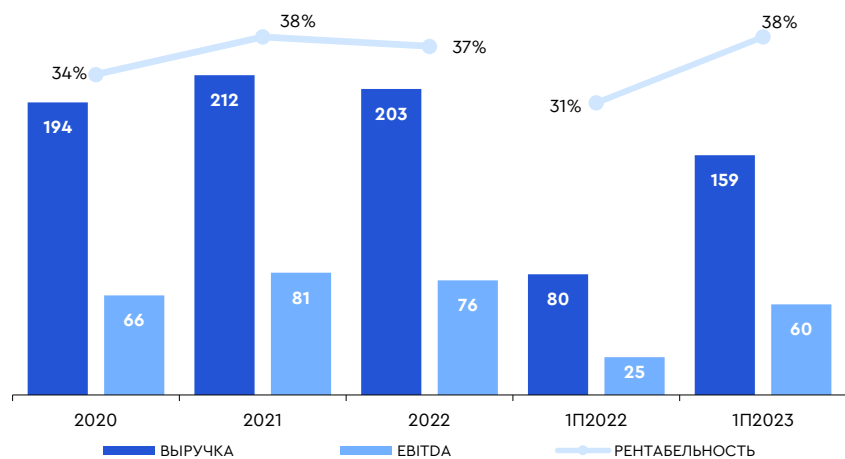
ПО для госсектора и ERP

Управление ресурсами предприятия

Комплекс ERP-систем для обеспечения эффективного управления ресурсами предприятий и повышения прозрачности бизнес-процессов:

- Платформа «Планирование ресурсов предприятия» – ПО, предназначенное для обеспечения полной автоматизации процессов планирования производства, цифровизации процессов управления производством, централизации закупок и материально-технического обеспечения.
- Платформа «Управление персоналом» – решение, в функции которого входит расчет и выплата заработной платы, мониторинг показателей кадрового учета и принятие управленческих решений, касающихся персонала.
- Платформа «Хозяйственная деятельность» – система, в возможности которой входит управление, планирование и оптимизация финансовых, материальных и нематериальных ресурсов, ведение хозяйственной деятельности, учета и бюджетирования.
- Платформа «Управление талантами» предназначена для управления эффективностью подбора персонала, быстрой адаптации сотрудников, планирования карьерного развития, проведения регулярной проверки знаний персонала, управления процессом постановки и достижения целей.
- Платформа «Управление обучением» позволяет создать современную систему корпоративного обучения, которая объединяет бизнес-процессы от создания программ обучения до работы с учебными группами.
- Платформа «Управление коммуникациями» – комплекс сервисов, предназначенных для увеличения показателей информированности и вовлеченности сотрудников. Сервисы платформы предоставляют сотрудникам возможности взаимодействия, налаживания коммуникаций, быстрого и эффективного решения рабочих задач.

Динамика финансовых показателей направления «Управление ресурсами предприятия»



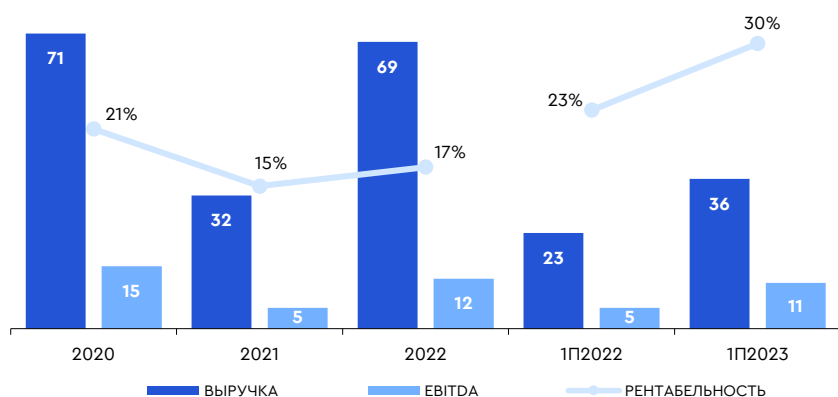
Источник: данные компании

Государственные органы исполнительной власти

Программные решения, с помощью которых можно создавать государственные информационные системы и цифровые сервисы:

- Единая цифровая платформа позволяет создать единое цифровое пространство для работы сотрудников, единую точку входа для каждой роли с доступом к конкретному прикладному функционалу.
- Платформа «Управление проектами» предоставляет возможность на порядок повысить эффективность организации и выстроить контроль операционных результатов с мониторингом в режиме реального времени.
- Система электронного документооборота – ПО, в возможности которого входит сквозной документооборот, поддерживающий межведомственное взаимодействие, соответствующий требованиям композитной микросервисной архитектуры и всем требованиям информационной безопасности и нормативной базы.
- Платформа «Фабрика данных» предназначена для повышения управляемости организацией, которое достигается за счет оптимизации предоставляемых данных. Данное ПО охватывает полный цикл работы с данными.

Динамика финансовых показателей направления «Государственные органы исполнительной власти»



Источник: данные компании

Системное ПО и средства производства программных продуктов

Производственные платформы

Девять платформ, позволяющих оптимизировать работу команд и обеспечить повсеместную автоматизацию производственных процессов для простой и организационно правильной разработки программных продуктов.

Инфраструктурные платформы

Шесть платформ, которые были созданы на основе ПО с открытым исходным кодом. Представляют собой ПО для надежной, управляемой и высокопроизводительной работы прикладных решений.

Технологические платформы

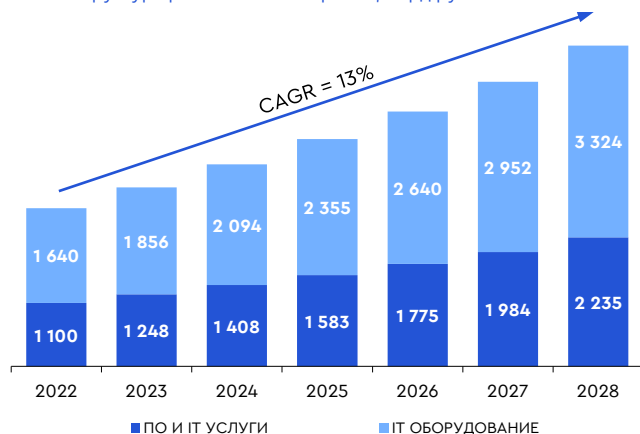
Двенадцать платформ, содержащих low-code инструменты, готовые шаблоны и компоненты для быстрого создания архитектурно правильных программных продуктов и публикации их в цифровых каналах.

SWOT-анализ

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ	СЛАБЫЕ СТОРОНЫ
- Самое комплексное предложение на рынке российского корпоративного ПО. - Самая высокая доля на рынке корпоративного ПО для финансового сектора. - Бизнес-модель с высоким уровнем возобновляемых продаж и низким оттоком клиентов. - Высокая рентабельность по EBITDA и конверсии EBITDA в СДП. - Уникальная для IT-сектора дивидендная политика с ежеквартальными выплатами и высоким payout ratio.	- Высокая зависимость от общего состояния банковского сектора. - Низкая масштабируемость бизнеса. Под каждый новый проект необходима аллокация проектной команды для внедрения, а не только отправка ПО. - Большое количество продуктов в смежных сегментах может приводить к внутренней каннибализации продаж. - Отсутствие актуального B2C продукта.
ВОЗМОЖНОСТИ	УГРОЗЫ
- Консолидация рынка и закрепление лидерских позиций за счет импортозамещения ПО отечественных предприятий и государственных учреждений. - Усиление позиций в сегменте ПО для финансового сектора. - Выход в сегмент системного ПО и средств производства. - Выход в сегмент ПО для госсектора и ERP. - Возможность экспансии ПО на перспективных рынках развивающихся стран.	- Возможное возвращение иностранных вендоров ПО. - Усиление конкуренции со стороны собственной разработки участников рынка. - Усиление конкуренции со стороны российских отраслевых лидеров из смежных областей. - Задержка в процессе миграции российского бизнеса на отечественное ПО. - Снижение уровня государственной поддержки. - Дефицит кадров в IT-отрасли.

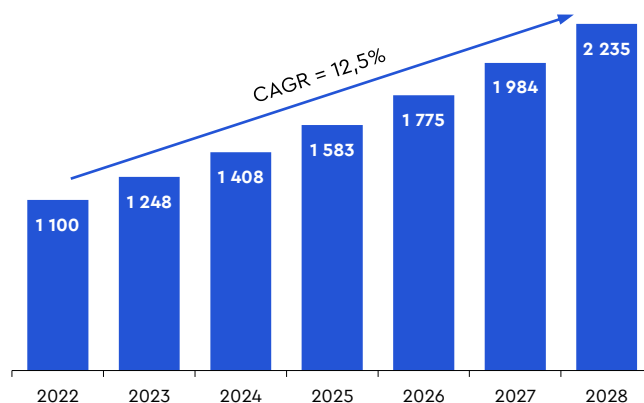
РОССИЙСКИЙ РЫНОК ПО И ИТ-УСЛУГ

Объем и структура российского ИТ-рынка, млрд руб.



Источник: Strategy Partners

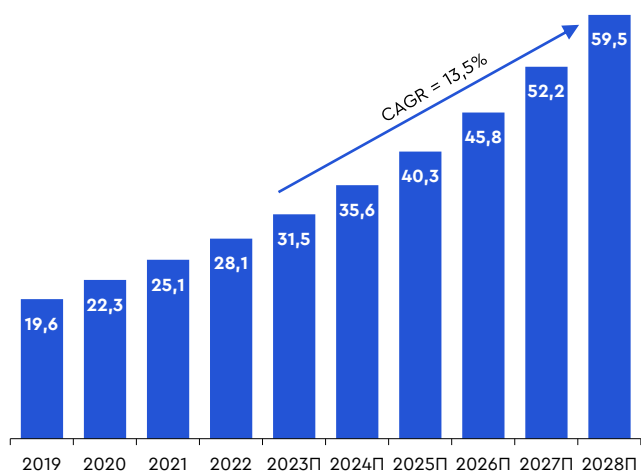
Объем российского рынка ПО и ИТ-услуг, млрд руб.



Источник: Strategy Partners

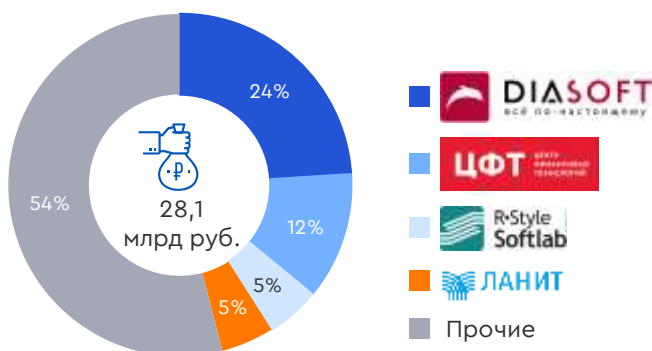
Рынок ПО финансового сектора

Динамика объема российского рынка ПО для финсектора, млрд руб.



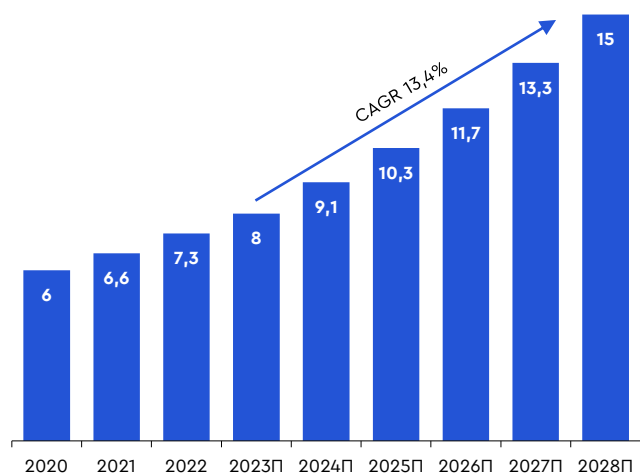
Источник: данные Strategy Partners

Структура российского рынка ПО для финсектора в 2022 г., %



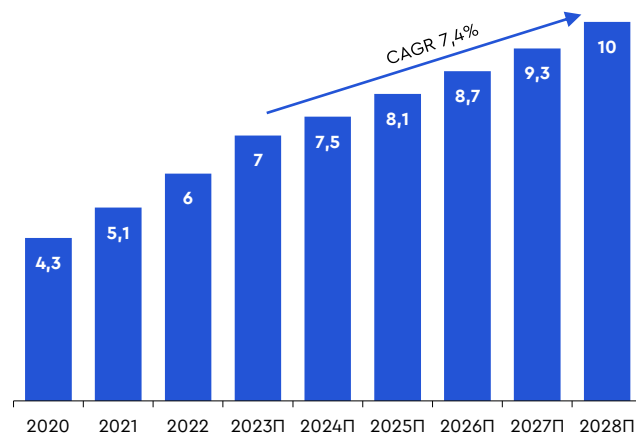
Источник: данные Strategy Partners

Динамика объема российского рынка ПО для операционной деятельности, млрд руб.



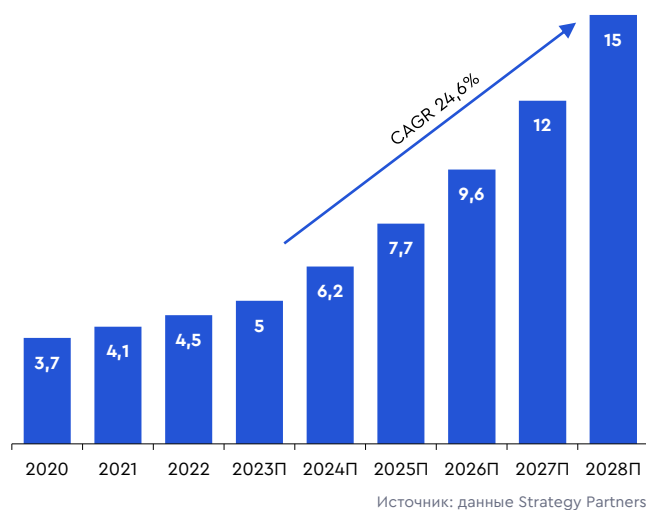
Источник: данные Strategy Partners

Структура российского рынка ПО для финансовых рынков, млрд руб.

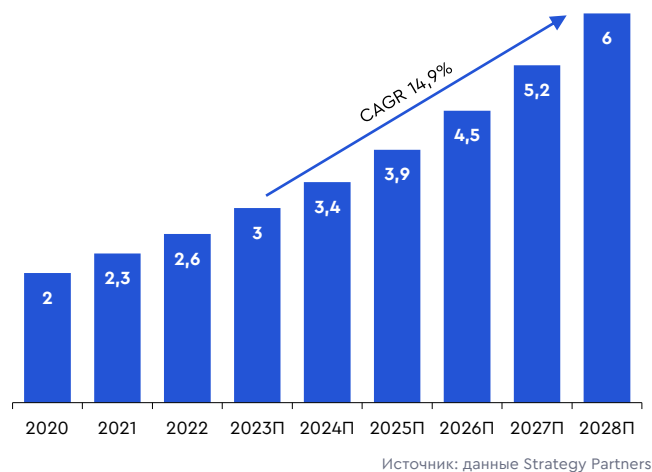


Источник: данные Strategy Partners

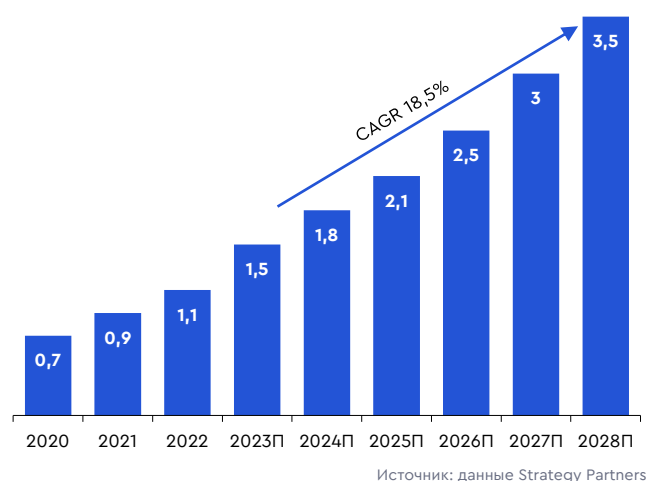
Динамика объема российского рынка ПО цифровых решений, млрд руб.



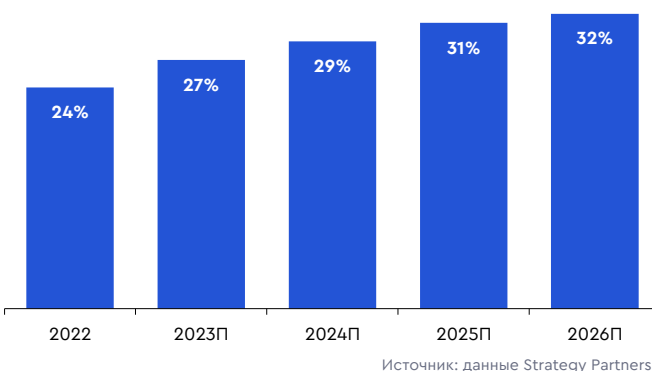
Структура российского рынка ПО для учета и отчетности, млрд руб.



Динамика объема российского рынка ПО страховых решений, млрд руб.



Прогнозная доля Диасофт на российском рынке ПО для финсектора



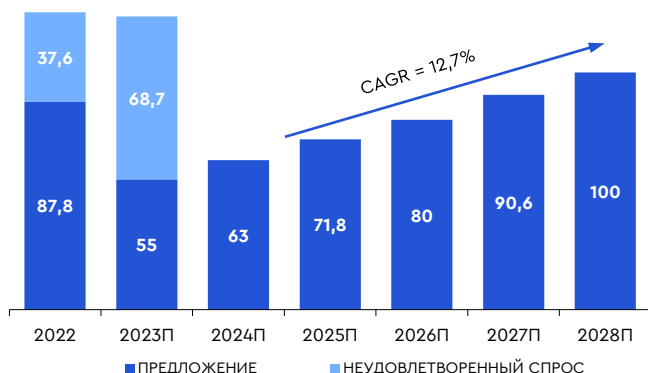
Конкурентные преимущества Диасофт в сегменте ПО для финансового сектора

- Сильные драйверы роста рынка – новые стандарты ИТ-индустрии и тренд на импортозамещение.
- До 2022 г. многие банки работали на иностранных технологических стеках, которые сегодня быстро замещаются российскими. В числе ключевых поставщиков – ГК «Астра» (операционные системы, инфраструктурное ПО) и разработчики СУБД.
- Преимущества Диасофт в сегменте ПО для финансового сектора – более 30 лет успешной разработки программных решений, совместимых с ПО ГК «Астра» и PostgresPro.
- Диасофт будет увеличивать рыночную долю в том числе за счет скорости разработки необходимого ПО.

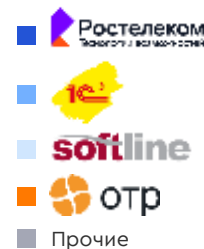
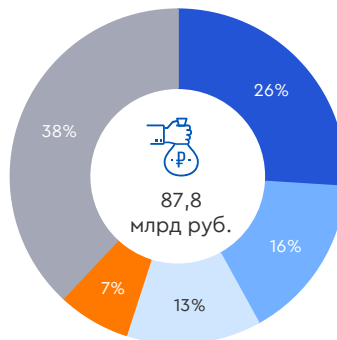
Рынок ПО для госсектора и ERP

Динамика объема российского рынка ПО для госсектора и ERP, млрд руб.

Структура российского рынка ПО для госсектора и ERP

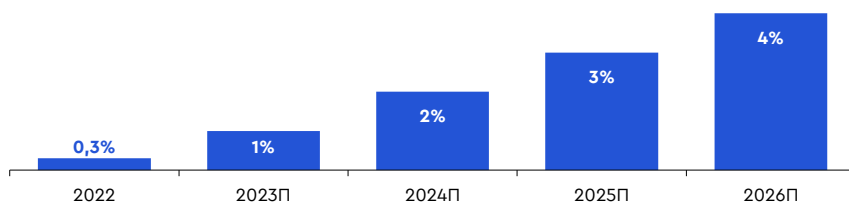


Источник: Strategy Partners



Источник: Strategy Partners

Прогнозная доля Диасофт на российском рынке ПО для госсектора и ERP



Источник: Strategy Partners

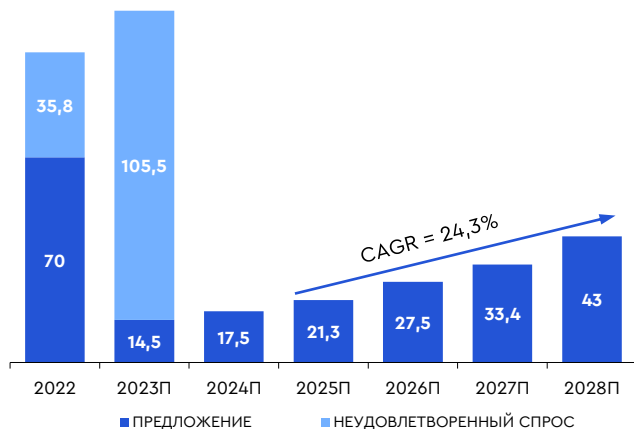
Конкурентные преимущества Диасофт в сегменте ПО для госсектора и ERP

- Более 20 лет опыта автоматизации ERP внутренней деятельности крупных и средних банков.
- Сертификация на платформе «Гостех».
- Поскольку компания включена в список системообразующих организаций, Диасофт не всегда конкурирует с другими игроками, а имеет возможность участвовать в реализации совместных проектов в роли партнера. Таким образом, доля компании на рынке может расти в том числе через партнерства с лидерами рынка – Ростелекомом, СберТехом и др.
- Укрепление рыночных позиций также будет поддерживаться за счет сопровождения и развития ПО.



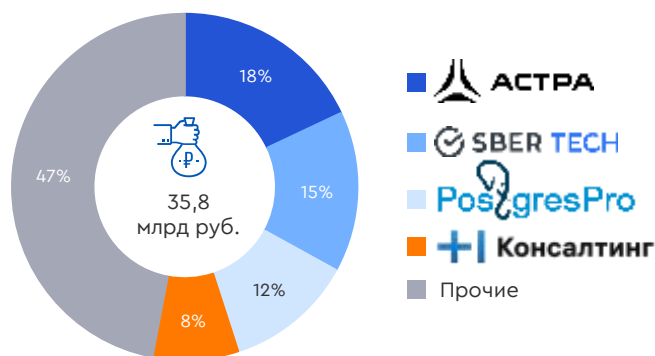
Рынок системного ПО и средств производства программных продуктов

Динамика российского рынка системного ПО и средств производства программных продуктов, млрд руб.



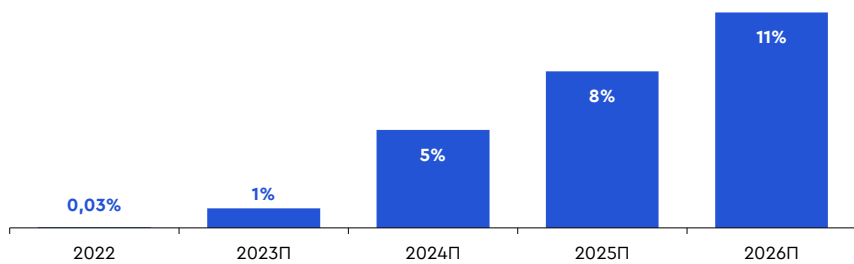
Источник: Strategy Partners

Структура российского рынка системного ПО и средств производства программных продуктов



Источник: Strategy Partners

Прогнозная доля Диасофт на российском рынке системного ПО и средств производства программных продуктов



Источник: Strategy Partners

Конкурентные преимущества Диасофт в сегменте системного ПО и средств производства программных продуктов

- Главный драйвер – использование системных продуктов и платформ разработки Диасофт в рамках единых решений с корпоративными решениями Диасофт.
- Наличие дополнительных драйверов рынка в виде получения заказчиками положительного опыта использования предлагаемого компанией ПО, а также понимания значимости и необходимости его внедрения.
- Одной из причин роста рыночной доли Диасофт станет необходимость изменения подходов к разработке ПО, которая наблюдается на рынке с периодичностью примерно раз в 10 лет.
- В этом отношении компания будет иметь весомое преимущество благодаря накопленному опыту в части разработки программных продуктов (и их последующей адаптации к изменяющимся условиям), а также реализации сложных ИТ-проектов.
- Это позволит компании улучшить рыночные позиции за счет возможности быстро реагировать на требования заказчиков (в отличие от ряда конкурентов) и отсутствия необходимости развивать новые для себя компетенции в рамках предлагаемого спектра услуг.

Государственная поддержка

В последние годы стратегическое значение ИТ-отрасли заметно возросло. При этом в отрасли наблюдается дефицит финансовых и кадровых ресурсов, что стало особенно заметно в 2022 г. Для решения проблемы правительство РФ ввело дополнительные меры поддержки отрасли, основные из которых представлены на схеме.

Меры господдержки ИТ-отрасли



Источник: Strategy Partners

Бизнес-модель

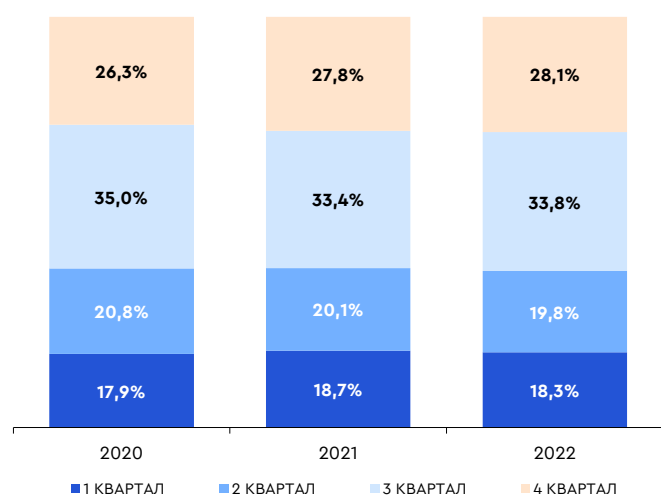
Диасофт применяет индивидуальный подход к каждому проекту, что обеспечивает долгосрочное сотрудничество с заказчиками. Выручка компании состоит из двух сегментов: «новые продажи» и «возобновляемые продажи». К первым относятся первичные продажи лицензий новым или текущим клиентам и реализация проектов внедрения ПО к проданным лицензиям. «Возобновляемые продажи» складываются из сопровождения и развития использующегося клиентами ПО. Учитывая, что средний срок лицензий составляет 10 лет, а также низкий отток клиентов, основу выручки составляют регулярные платежи по уже запущенным проектам. При этом «возобновляемые продажи» растут благодаря таким факторам, как конвертация «новых продаж» (20–25% «новых продаж» формируют базу для последующей возобновляемой выручки) и ежегодная индексация, заложенная в договор.

Проектно-ориентированная бизнес-модель Диасофт предполагает переход законтрактованной выручки в фактическую по мере выполнения проекта. При этом, согласно данным компании, до 2022 г. средний период перехода законтрактованной выручки в фактическую составлял менее года (менее месяца – для первичных лицензий, до 18 месяцев – для работ по внедрению и около года – для работ по сопровождению). Следовательно, законтрактованная выручка может выступать в качестве инструмента краткосрочного прогноза фактической выручки. Заметный рост законтрактованной выручки в 2023 г. предполагает ускорение роста фактической выручки компании в будущем. При этом, с учетом появления крупных долгосрочных контрактов, мы предполагаем, что средний срок конвертации законтрактованной выручки в фактическую несколько увеличится.

Таким образом, Диасофт, в отличие от конкурентов, менее подвержен сезонным колебаниям спроса, что выражается в стабильном росте выручки и подтверждается умеренной волатильностью в распределении доходов по полугодиям. Существенная часть выручки (33–35%) приходится на 3-й финансовый квартал (октябрь–декабрь). Внутри кварталов наибольшая часть выручки (50–60%) приходится на последний месяц. Помимо этого, рентабельность «возобновляемых продаж» превышает рентабельность «новых». Такой эффект достигается за счет масштабируемости сопровождения и развития проектов на большое количество клиентов, в то время как внедрение проекта требует индивидуального подхода к каждому клиенту.

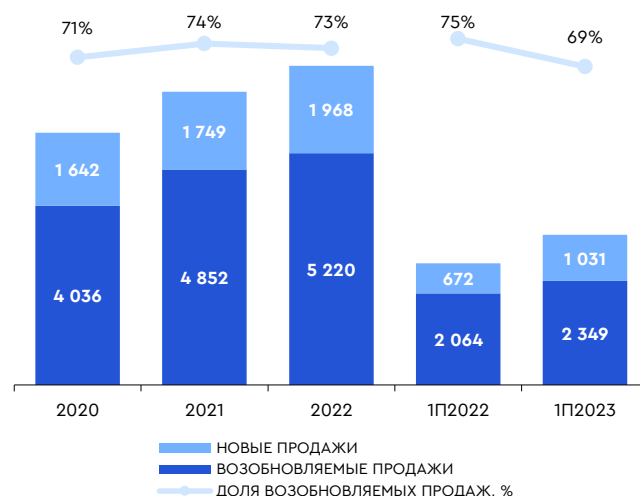
Одной из особенностей учетной политики Диасофт является смещение финансового года относительно календарного: он заканчивается 31 марта. С точки зрения бизнеса это сглаживает сезонность, но в то же время несколько затрудняет прямое сравнение с аналогами.

Сезонность продаж



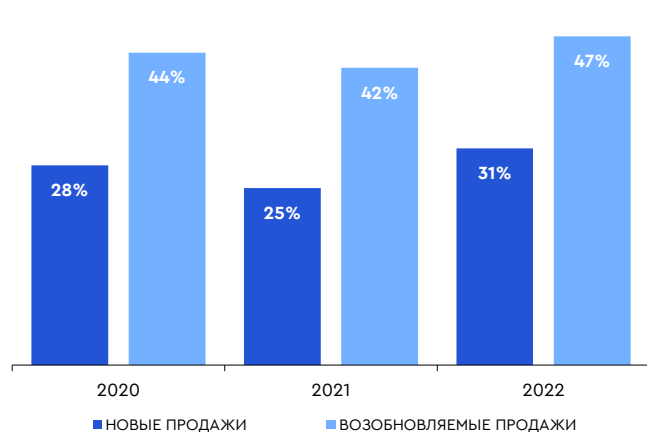
Источник: данные компании

Динамика новых и возобновляемых продаж



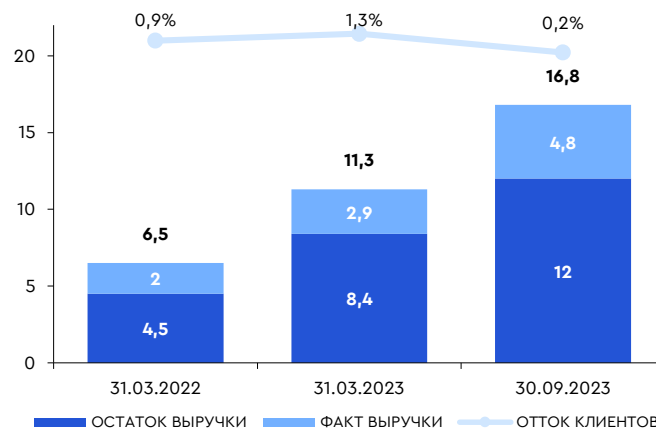
Источник: данные компании

Рентабельность новых и возобновляемых продаж



Источник: данные компании

Объем законтрактованной выручки, млрд руб.



БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ: ОРГАНИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ

Мы смоделировали финансовые потоки Диасофт, взяв за основу ожидания менеджмента по достижению целевых долей ключевых сегментов рынков в 2023-2026 гг.

На наш взгляд, собственный прогноз компании достаточно консервативен и соответствует, скорее, органическому развитию на фоне стабильности внешних факторов. В частности, прогноз подразумевает увеличение доли в ключевом сегменте рынка – ПО для финансового сектора – на 8 п.п. с 24% в 2022 г. до 32% в 2026 г., что, на наш взгляд, достижимо в сценарии органической консолидации рынка и увеличения доли лидера.

Мы также считаем, что плановые доли рынка в сегментах «Госсектор/ERP» и «Системное ПО и средства производства» (по нашим оценкам, 4% и 12% к 2026 г. соответственно) подразумевают, что Диасофт займет нишевую долю на этих рынках и не сумеет встать на лидерские позиции. На наш взгляд, это выглядит слишком консервативным предположением.

Прогнозная модель

Целевые доли рынка

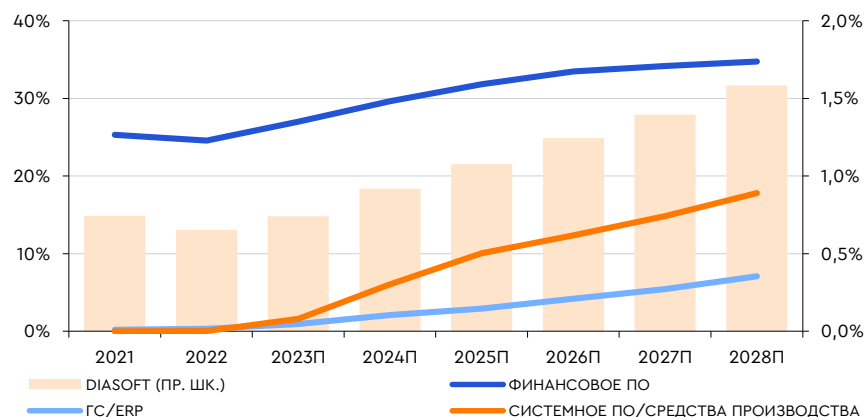
В базовом прогнозе мы предполагаем рост доли рынка в ключевом для Диасофт сегменте финансового ПО с 27% в 2023 г. до 35% к 2028 г. Такой прогноз подразумевает сохранение текущей структуры рынка при органическом увеличении доли лидера за счет наиболее конкурентоспособного продукта, компетентной команды, эффективных процессов и наличия более значительных финансовых возможностей.

В сегменте «Госсектор/ERP» мы прогнозируем рост доли с 1% в 2023 г. до 7% в 2028 г. Мы ожидаем более значительного прироста доли в сегменте ERP (с 3% в 2023 г. до 22% в 2028 г.), исходя из предположения, что Диасофт сможет стать одним из производителей ПО, которому будет под силу заменить ушедших западных вендоров и частично закрыть неудовлетворенный спрос. По нашему мнению, важным конкурентным преимуществом в сегменте ERP является более чем 20-летний опыт автоматизации ERP внутренней деятельности крупных и средних банков. Мы считаем, что опыт работы в банковском секторе может быть релевантен для крупного бизнеса и государственного сектора, и предполагаем, что Диасофт имеет хорошие шансы стать основным поставщиком решений ERP для этих категорий клиентов.

В сегменте «Системное ПО/средства производства» мы прогнозируем достижение доли рынка в 18% к 2028 г. Этот сегмент включает в себя новые для Диасофт платформенные решения, наиболее емкими и перспективными из которых выглядят системы управления базами данных (СУБД) и средства оптимизации разработки программных продуктов.

С учетом ожидаемой динамики выручки в ключевых сегментах деятельности общая доля Диасофт на российском рынке ПО вырастет с 0,7% в 2023 г. до 1,6% в 2028 г.

Доли рынка в ключевых сегментах деятельности Диасофт

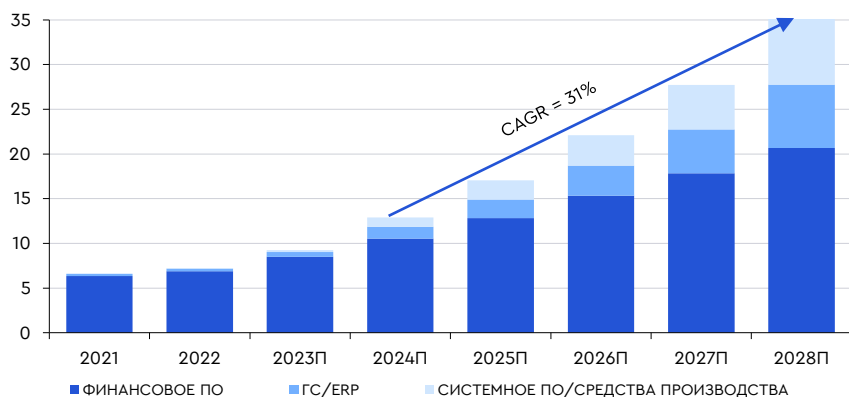


Источник: Strategy Partners, оценки Газпромбанка

Выручка

Прогнозные доли рынка конвертируются в динамику выручки со среднегодовым темпом роста в 31% и достижение уровня 35 млрд руб. к 2028 г.

Динамика выручки Диасофт, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

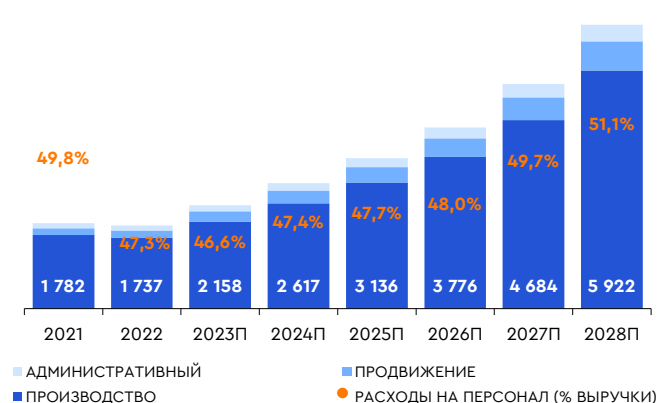
Операционные расходы, EBITDA

Как и у большинства технологических компаний, основной статьёй операционных расходов Диасофт являются расходы на персонал. По нашим оценкам, для поддержания темпа роста выручки на уровне около 30% в год требуется ежегодное расширение штата на 20% в год, в первую очередь за счет IT-специальностей. Исходя из прогнозных темпов роста выручки, к 2028 г. численность персонала должна увеличиться примерно в 3 раза – до 6,2 тыс. человек.

При этом столь значительное расширение штата не потребует увеличения офисных площадей, поскольку Диасофт придерживается гибридного режима работы. В настоящий момент ежедневная загруженность офисов составляет около 25–30%, и расширение может потребоваться только в случае открытия офисов в новых регионах.

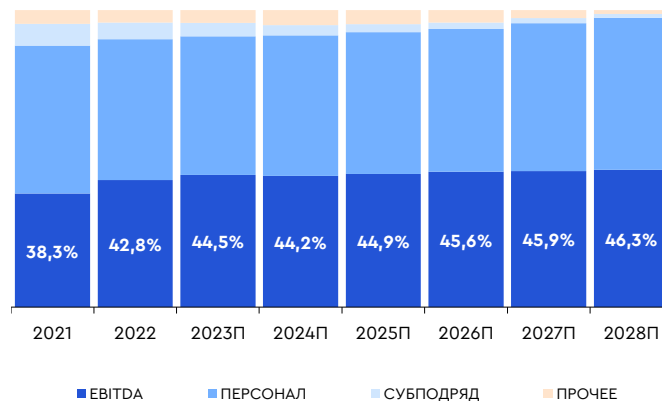
Мы консервативно прогнозируем рост расходов на персонал в структуре затрат, что отражает сложившийся на текущий момент дефицит кадров в отрасли и может выражаться в более высоких темпах роста расходов на персонал относительно выручки. При этом Диасофт демонстрирует высокие уровни удовлетворенности персонала, выраженные высокими показателями eNPS (32) и низкой текучестью кадров (14–16% против среднеотраслевого значения в 25%). Отметим также, что Диасофт присуща значительная эффективность, отражением чего, например, является высокий уровень использования существующего кода вместо написания нового – 56%. Компания применяет инструменты автоматизации производственных процессов (DevOps-конвейер) и фокусируется на создании ценностей, что значительно снизило долю трудозатрат на рутинные операции и кумулятивно повысило производительность разработчиков примерно в 10 раз.

Динамика численности персонала и ФОТ



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов и EBITDA (% от выручки)



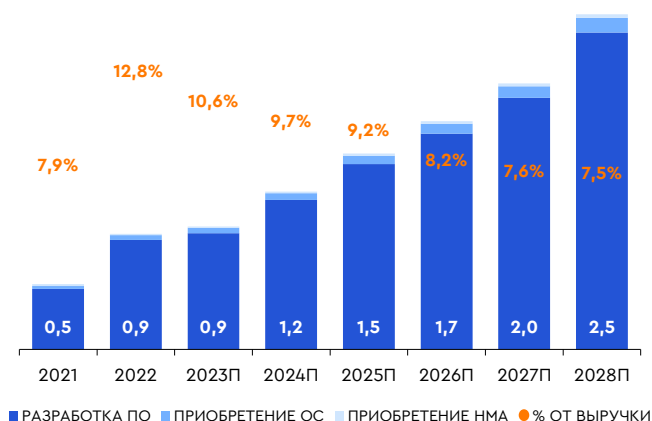
Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Капитальные расходы, СДП

Более 90% капитальных затрат Диасофт составляют капитализированные расходы на разработку. Уровень капзатрат относительно выручки значительно возрос в 2022 г. из-за увеличения инвестиций в новые направления – «Госсектор/ERP» и «Системное ПО/средства производства».

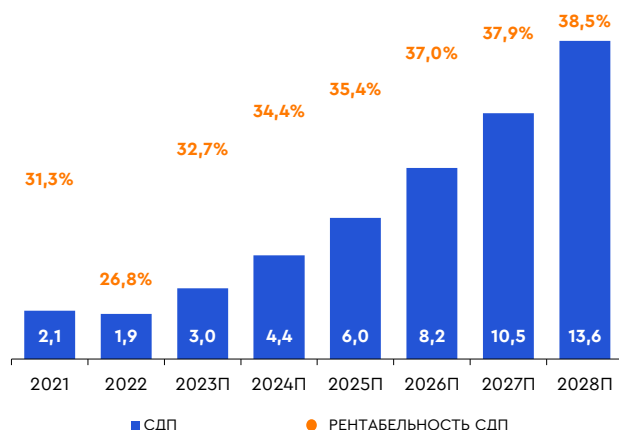
Мы прогнозируем постепенное снижение удельного уровня капзатрат по мере достижения новыми продуктами зрелости. Диасофт прогнозирует целевой размер капзатрат в диапазоне 7–9%, что совпадает с уровнем до начала активных инвестиций в разработку новых продуктов. Постепенное снижение капзатрат приведет к росту рентабельности СДП, и мы ожидаем, что уровень, наблюдавшийся до 2022 г., будет превышен уже в 2023 г.

Динамика капитальных затрат



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика СДП

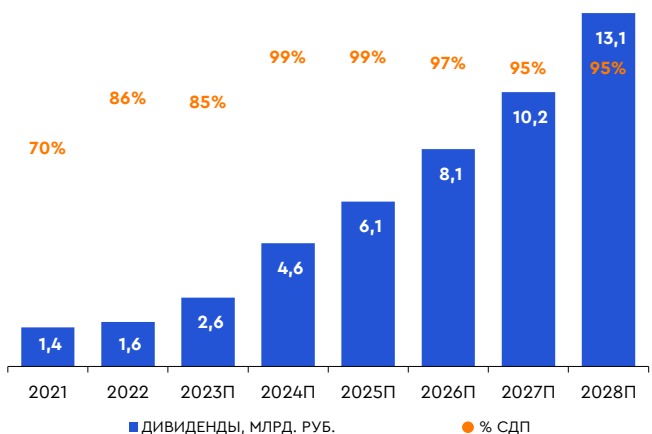


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Дивиденды

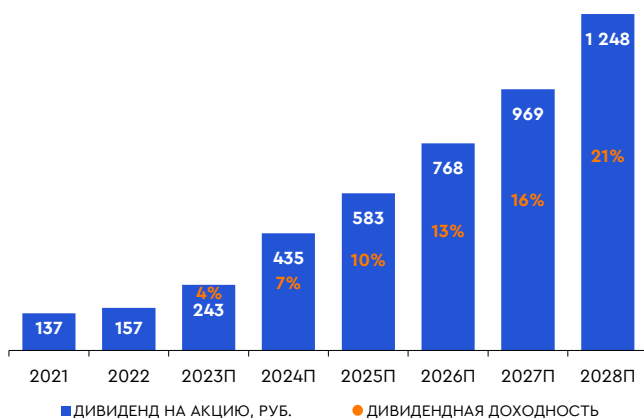
В соответствии с дивидендной политикой Диасофт планирует выплачивать 80% EBITDA в виде дивидендов на ежеквартальной основе в 2024–2025 гг., а после 2025 г. коэффициент выплат планируется поддерживать в диапазоне 50–100% EBITDA. По нашим оценкам, в 2024 г. Диасофт сможет выплатить 4,6 млрд руб. (435 руб./акц., доходность 4%), а к 2028 г. размер дивидендных выплат вырастет почти в 3 раза – до 13,1 млрд руб. (1 248 руб./акц., доходность 21%).

Объем дивидендов и коэффициент дивидендных выплат



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Дивиденд на акцию и дивидендная доходность



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Оценка

Справедливую стоимость Диасофт мы оценивали с помощью метода дисконтирования денежных потоков. На постпрогнозной стадии мы используем терминальный темп роста на уровне 4%, который является базовым для оценки компаний технологического сектора по нашей методологии. Мы также делаем корректировку на смещение финансового года.

Расчет параметров модели дисконтирования

	ЗНАЧЕНИЕ	КОММЕНТАРИЙ
Безрисковая ставка	12,0%	Доходность 10-летних ОФЗ.
Премия за рыночный риск	6,8%	Усредненное значение дифференциала индексов полной доходности акций и облигаций Московской биржи.
Beta	1,18	Усредненный эмпирический коэффициент Beta по отрасли информационных услуг.
Специфическая риск-премия	2,0%	Размер, ликвидность, отраслевые риски.
Ставка дисконтирования	22,0%	
Постпрогнозный темп роста	4,0%	Базовый уровень = 4%.

Источник: оценка Газпромбанка

Дисконтирование денежных потоков

Модель ДДП, млн руб.

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
EBITDA	4 119	5 705	7 646	10 075	12 714	16 384
(-) Налог	-22	-32	-43	-57	-72	-92
(+/-) Изменение оборотного капитала	-3	54	33	29	47	48
(-) Инвестиции	-980	-1 259	-1 561	-1 818	-2 120	-2 671
(+/-) Лизинг, проценты	-117	99	72	47	31	24
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	2 997	4 567	6 147	8 275	10 601	13 693
ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК		3 742	4 128	4 555	4 781	5 061

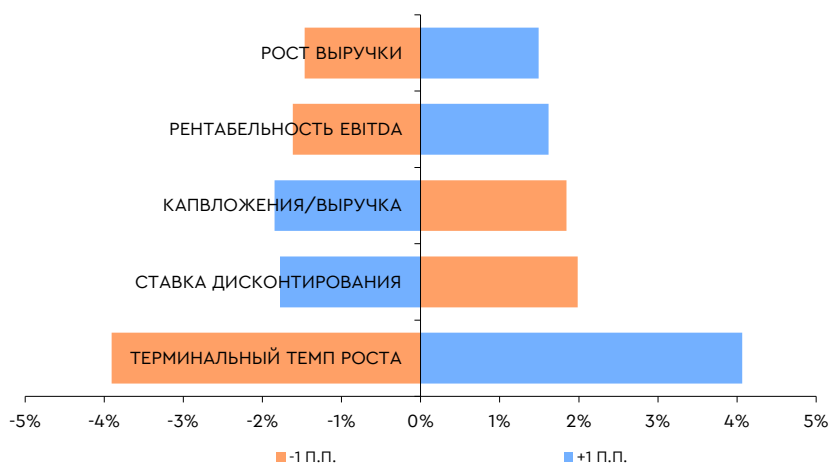
Источник: оценки Газпромбанка

Оценка справедливой стоимости

Приведенная стоимость денежных потоков, млн руб.	22 594
+ Стоимость переходного периода, млн руб.	18 135
+ Стоимость терминального периода, млн руб.	20 856
Стоимость акционерного капитала, млн руб.	61 585
Количество акций в обращении, млн	10,5
Справедливая стоимость, руб.	5 865
+ Ожидаемый дивиденд	435
Целевая цена, руб.	6 300
Текущая цена, руб.	6 000
Потенциал роста/(падения)	5%

Источник: оценки Газпромбанка

Анализ чувствительности

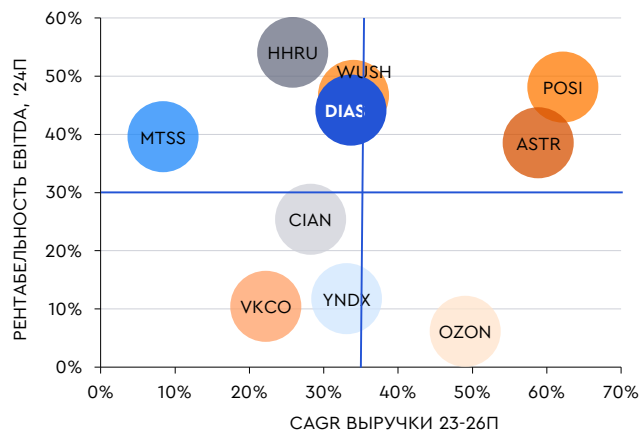


Источник: оценки Газпромбанка

Позиционирование внутри российского технологического сектора

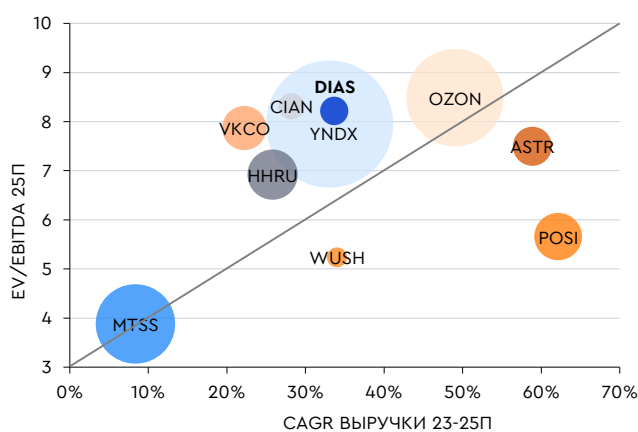
Мы сравнили прогнозные показатели роста выручки и EBITDA рентабельности Диасофт с другими компаниями технологического сектора. Ожидаемый темп роста выручки находится примерно на среднем по рынку уровне, при рентабельности выше среднерыночной. Текущее значение EV/EBITDA '25П составляет 8,3х, что сравнимо с показателями компаний с сопоставимыми ожидаемыми темпами роста (Яндекс, Циан, ВК, Озон), однако предполагает премию к более быстрорастущим разработчикам ПО – Группе Позитив (EV/EBITDA '25П 5,3х) и ГК «Астра» (EV/EBITDA '25П 7,5х).

Рост против рентабельности российских ИТ-компаний



Источник: Газпромбанк

Сравнительная стоимость российских технологических компаний



Источник: Газпромбанк

Сравнительный метод: рыночные мультипликаторы

Мы рассмотрели рыночные мультипликаторы международных компаний-аналогов для более полного анализа уровня справедливой стоимости Диасофт. Мы также применили к рыночным мультипликаторам международных компаний дисконт, основанный на дифференциале безрисковых ставок, чтобы учесть валютные и страновые риски.

С учетом страновых факторов Диасофт торгуется с премией к международным аналогам из сегмента финансового ПО на уровне 50% и с дисконтом к компаниям секторов «Системное ПО/ERP/Производительность» на уровне 30% по коэффициенту EV/EBITDA '25П.

Рыночные мультипликаторы международных публичных компаний-аналогов Диасофт

Компания	Страна	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E		
		2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
Финансовое ПО										
Temenos	Швейцария	5,4x	5,1x	4,6x	13,5x	12,2x	10,9x	20,7x	18,6x	15,8x
Fidelity National Information Services	США	5,8x	5,6x	5,4x	14,2x	13,6x	12,9x	15,2x	14,3x	13,1x
Fiserv	США	5,7x	5,3x	4,9x	12,3x	11,2x	10,2x	17,7x	16,0x	13,8x
SS&C Technologies	США	3,7x	3,6x	3,4x	9,5x	9,0x	8,5x	12,0x	10,9x	10,2x
Block	США	2,0x	1,8x	1,6x	18,5x	14,5x	11,2x	23,5x	18,1x	13,9x
Adyen	Нидерланды	18,3x	14,7x	11,9x	38,4x	28,7x	21,7x	51,3x	41,0x	32,3x
Intuit	США	11,3x	10,1x	8,9x	28,3x	24,7x	21,3x	37,9x	32,9x	28,2x
StoneCo	Бразилия	1,9x	1,7x	1,4x	3,6x	3,3x	3,2x	12,5x	10,3x	8,8x
Медиана		5,6x	5,2x	4,8x	13,9x	12,9x	11,1x	19,2x	17,1x	13,9x
Системное ПО/ERP/Производительность										
SAP	Германия	5,7x	5,1x	4,6x	21,2x	17,2x	15,0x	38,4x	29,0x	24,5x
Oracle	США	8,0x	7,4x	6,7x	16,4x	14,4x	12,7x	22,3x	20,0x	17,3x
Microsoft	США	12,8x	11,2x	9,8x	24,7x	21,4x	18,6x	35,8x	31,3x	27,1x
Atlassian Corporation Plc	Великобритания	11,9x	9,9x	8,0x	54,0x	43,8x	34,0x	76,5x	62,3x	45,9x
Palantir Technologies	США	18,7x	15,4x	12,8x	57,7x	46,5x	40,1x	69,0x	56,1x	44,9x
ServiceNow	США	13,4x	11,1x	9,2x	38,1x	30,9x	24,6x	56,4x	46,3x	36,8x
Dynatrace	США	9,0x	7,6x	6,4x	31,4x	27,0x	21,9x	38,5x	33,5x	27,7x
Infosys	Индия	4,0x	3,7x	3,4x	16,8x	15,3x	13,8x	26,2x	23,4x	20,9x
Медиана		10,5x	8,8x	7,4x	28,1x	24,2x	20,3x	38,5x	32,4x	27,4x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка



Рыночные мультипликаторы международных публичных компаний-аналогов Диасофт с учетом дисконта

Компания	Страна	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E		
		2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
Финансовое ПО										
Temenos	Швейцария	1,4x	1,4x	1,2x	3,6x	3,2x	2,9x	5,5x	5,0x	4,2x
Fidelity National Information Services	США	2,6x	2,5x	2,4x	6,3x	6,1x	5,8x	6,8x	6,4x	5,8x
Fiserv	США	2,5x	2,4x	2,2x	5,5x	5,0x	4,5x	7,9x	7,1x	6,2x
SS&C Technologies	США	1,6x	1,6x	1,5x	4,2x	4,0x	3,8x	5,4x	4,9x	4,5x
Block	США	0,9x	0,8x	0,7x	8,2x	6,5x	5,0x	10,5x	8,1x	6,2x
Adyen	Нидерланды	6,5x	5,2x	4,2x	13,7x	10,2x	7,7x	18,3x	14,6x	11,5x
Intuit	США	5,0x	4,5x	4,0x	12,6x	11,0x	9,5x	16,9x	14,7x	12,6x
StoneCo	Бразилия	1,9x	1,7x	1,4x	3,6x	3,3x	3,2x	12,5x	10,3x	8,8x
Медиана		2,2x	2,0x	1,9x	5,9x	5,5x	4,8x	9,2x	7,6x	6,2x
Системное ПО/ERP/Производительность										
SAP	Германия	2,0x	1,8x	1,6x	7,5x	6,1x	5,3x	13,5x	10,2x	8,6x
Oracle	США	3,6x	3,3x	3,0x	7,3x	6,4x	5,7x	9,9x	8,9x	7,7x
Microsoft	США	5,7x	5,0x	4,4x	11,0x	9,5x	8,3x	16,0x	14,0x	12,1x
Atlassian Corporation Plc	Великобритания	5,7x	4,7x	3,8x	25,8x	20,9x	16,2x	36,6x	29,8x	21,9x
Palantir Technologies	США	8,3x	6,9x	5,7x	25,7x	20,7x	17,9x	30,8x	25,0x	20,0x
ServiceNow	США	6,0x	4,9x	4,1x	17,0x	13,8x	11,0x	25,1x	20,6x	16,4x
Dynatrace	США	4,0x	3,4x	2,9x	14,0x	12,0x	9,8x	17,2x	14,9x	12,4x
Infosys	Индия	3,0x	2,8x	2,5x	12,6x	11,5x	10,3x	19,6x	17,5x	15,7x
Медиана		4,8x	4,1x	3,4x	13,3x	11,7x	10,0x	18,4x	16,2x	14,0x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Исторические и прогнозные финансовые результаты

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	CAGR 23-28П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ И УБЫТКАХ									
ВЫРУЧКА	6 601	7 188	9 250	12 916	17 039	22 086	27 714	35 399	31%
Себестоимость	-2 729	-2 779	-3 326	-4 695	-6 073	-7 740	-9 751	-12 459	
Коммерческие расходы	-311	-354	-455	-635	-838	-1 086	-1 363	-1 741	
Административные расходы	-1 433	-1 430	-1 840	-2 569	-3 390	-4 394	-5 513	-7 042	
Прочие доходы/(расходы)	-5	-3	-7	85	168	310	542	905	
Операционная прибыль	2 122	2 622	3 622	5 101	6 907	9 176	11 629	15 063	33%
Финансовые доходы/(расходы) и прочие	53	20	23	233	204	180	166	162	
Прибыль до налогообложения	2 175	2 642	3 644	5 334	7 111	9 356	11 795	15 225	33%
Налог на прибыль	-64	-16	-22	-32	-43	-57	-72	-92	
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	2 111	2 626	3 622	5 302	7 068	9 299	11 723	15 132	33%
EBITDA	2 527	3 080	4 119	5 705	7 646	10 075	12 714	16 384	32%
Рентабельность	38,3%	42,8%	44,5%	44,2%	44,9%	45,6%	45,9%	46,3%	
Скорр. EBITDA	2 046	2 208	3 192	4 514	6 170	8 355	10 709	13 858	34%
Скорр. чистая прибыль	1 850	2 036	3 064	4 592	6 210	8 359	10 686	13 810	35%
БАЛАНС									
Внеоборотные активы	1 896	2 714	3 198	3 852	4 674	5 594	6 629	7 978	20%
Дебиторская задолженность	599	709	912	1 273	1 680	2 177	2 732	3 489	
Прочие оборотные активы	373	172	222	310	408	529	664	848	
Денежные средства и эквиваленты	800	630	3 872	3 937	4 017	4 265	4 718	5 289	
Оборотные активы	1 772	1 511	5 005	5 519	6 105	6 971	8 114	9 626	14%
АКТИВЫ	3 667	4 225	8 203	9 372	10 779	12 565	14 742	17 605	17%
Акционерный капитал и резервы	76	-2	2 698	2 698	2 698	2 698	2 698	2 698	
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	1 926	2 850	3 919	4 657	5 607	6 846	8 399	10 424	
КАПИТАЛ	2 001	2 848	6 617	7 354	8 305	9 544	11 096	13 121	15%
Долгосрочные обязательства	489	370	370	370	370	370	370	370	0%
Кредиторская задолженность	1 079	899	1 108	1 539	1 995	2 542	3 168	4 005	
Прочие краткосрочные обязательства	99	108	108	108	108	108	108	109	
Краткосрочные обязательства	1 177	1 007	1 217	1 647	2 104	2 651	3 276	4 114	28%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	1 666	1 377	1 587	2 017	2 474	3 021	3 646	4 483	23%
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	3 667	4 225	8 203	9 372	10 779	12 565	14 742	17 605	17%
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДС									
Прибыль до налогообложения	2 175	2 642	3 644	5 334	7 111	9 356	11 795	15 225	
Износ и амортизация	369	425	497	604	740	899	1 085	1 321	
Прочие неденежные корректировки	-84	-82	-99	-287	-258	-233	-219	-215	
Изменение оборотного капитала	223	-134	-3	54	33	29	47	48	
Сальдо процентных и налоговых доходов/(расходов)	-98	-7	-38	172	139	106	82	60	
Операционный денежный поток	2 585	2 845	4 002	5 878	7 765	10 157	12 790	16 439	33%
Приобретение ОС и НМА	-39	-49	-53	-68	-85	-99	-115	-145	
Создание НМА	-481	-872	-927	-1 191	-1 476	-1 720	-2 005	-2 526	
Прочая инвестиционная деятельность	-288	-152	0	0	0	0	0	0	
Инвестиционный денежный поток	-808	-1 074	-980	-1 259	-1 561	-1 818	-2 120	-2 671	22%
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	2 065	1 924	3 021	4 619	6 204	8 338	10 670	13 768	35%
Дивиденды	-1 442	-1 650	-2 554	-4 564	-6 117	-8 060	-10 171	-13 107	
Финансовый денежный поток	-1 628	-1 994	161	-4 812	-6 359	-8 307	-10 424	-13 403	
Чистый денежный поток	150	-223	3 182	-193	-155	31	246	365	-35%
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	585	800	630	3 872	3 937	4 017	4 265	4 718	
Денежные средства и эквиваленты на конец периода	800	630	3 872	3 937	4 017	4 265	4 718	5 289	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ СЦЕНАРИЙ: РЕАЛИЗАЦИЯ КОМПЕТЕНЦИЙ

На наш взгляд, при текущей конъюнктуре рынка Диасофт имеет хорошие шансы значительно усилить позиции на ключевом для себя рынке ПО для финансового сектора, а также стать более значимым игроком в новых сегментах. Мы видим следующие предпосылки для более оптимистичного прогноза:

- отсутствие конкуренции со стороны международных игроков;
- высокий уровень экспертизы и эффективности Диасофт, подтвержденный лидерством в наиболее, пожалуй, конкурентном сегменте производства ПО в России, а также отраженный в российских и международных рейтингах;
- экономическая конъюнктура в РФ подразумевает дефицит трудовых и финансовых ресурсов, что может привести к ускорению процессов консолидации на рынке производителей ПО с увеличением долей наиболее крупных и эффективных игроков, к числу которых относится Диасофт.

Прогнозная модель

Целевые доли рынка

В альтернативном сценарии мы предполагаем более глубокую консолидацию в сегменте «ПО для финансового сектора» с ростом доли Диасофт до 43% к 2028 г.

В сегменте «Госсектор/ERP» мы прогнозируем рост доли с 1% в 2023 г. до 20% в 2028 г., в том числе за счет партнерств с лидерами отрасли (например, ГК «Астра», Ростелеком). Достижение лидерства в сегменте ERP для крупных предприятий.

В сегменте «Системное ПО/средства производства» мы предполагаем рост доли на рынке СУБД до 10% к 2028 г. Для прогнозирования выручки от средств производства мы используем предположение, что производственные платформы Диасофт станут отраслевым стандартом для оптимизации процесса разработки.

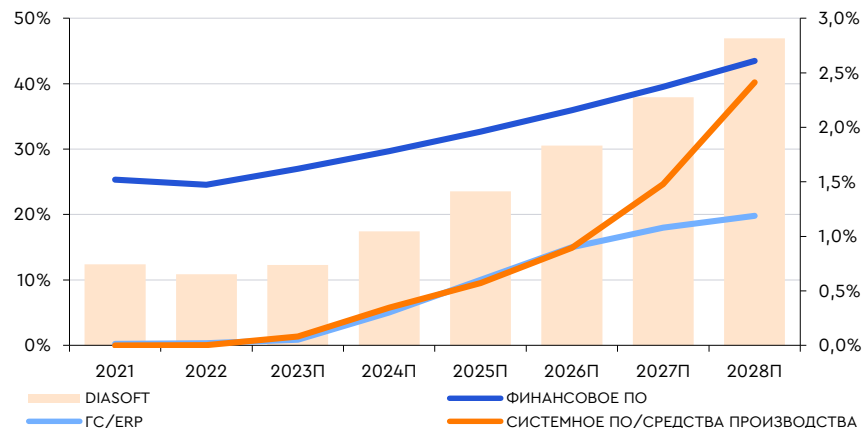
Прогноз выручки от направления «Средства производства» (СП)

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Рынок ПО, млрд руб.	1 248	1 408	1 583	1 775	1 984	2 235
Проникновение СП Диасофт	0,1%	0,2%	0,4%	0,8%	1,6%	3,2%
Стоимость ПО, созданного с помощью СП Диасофт, млрд руб.	1	3	6	14	32	72
Комиссия	10%	11%	12%	13%	15%	16%
Выручка, млрд руб.	0,1	0,3	0,8	1,9	4,6	11,5

Источник: Strategy Partners, оценки Газпромбанка

С учетом ожидаемой динамики выручки в ключевых сегментах деятельности доля Диасофт на российском рынке ПО вырастет с 0,7% в 2023 г. до 2,8% в 2028 г.

Доли рынка в ключевых сегментах деятельности Диасофт

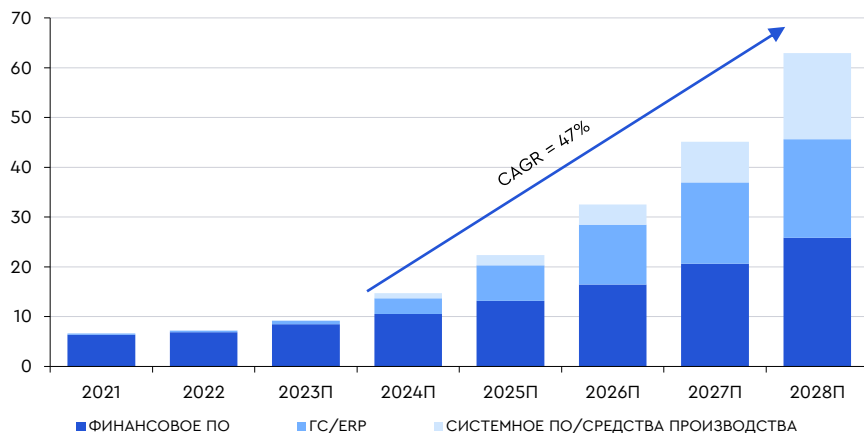


Источник: Strategy Partners, оценки Газпромбанка

Выручка

Прогнозные доли рынка конвертируются в динамику выручки со среднегодовым темпом роста в 47% и достижение уровня 63 млрд руб. к 2028 г.

Динамика выручки Диасофт, млрд руб.

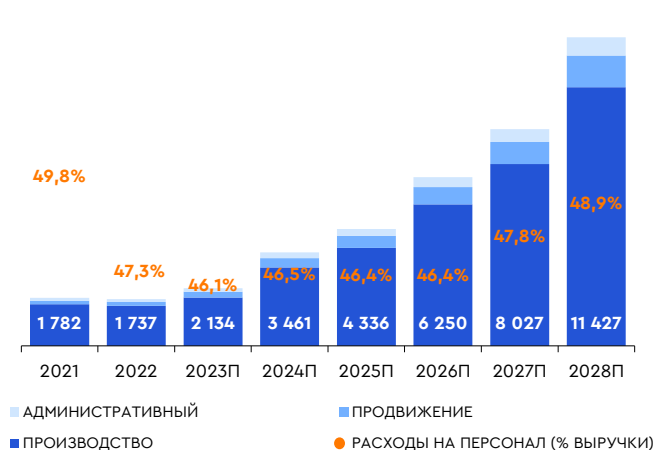


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Операционные расходы, EBITDA

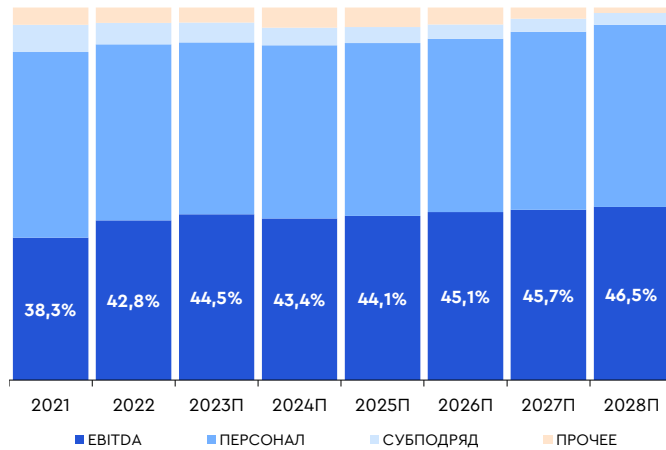
Мы прогнозируем более высокую рентабельность по сравнению с базовым сценарием в долгосрочном периоде благодаря эффекту масштаба. Мы полагаем, что благодаря эффективности операционной деятельности и росту доли комиссионного бизнеса (средства производства) удельный вес операционных расходов будет снижаться.

Динамика численности персонала и ФОТ



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов и EBITDA (% от выручки)

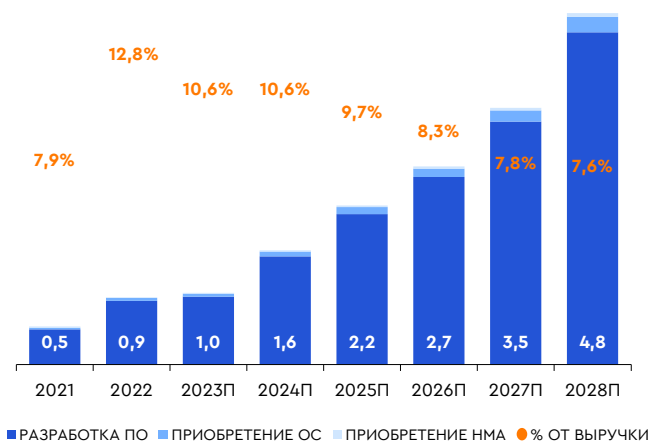


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Капитальные расходы, СДП

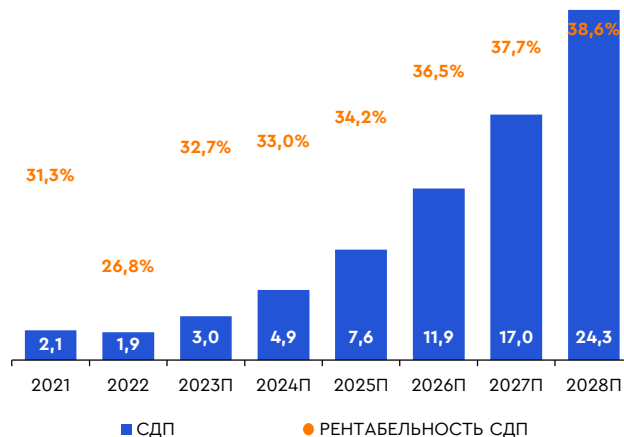
Мы прогнозируем несколько более высокий удельный уровень капитальных затрат по сравнению с базовым сценарием из-за более высокой доли новых продуктов в структуре выручки.

Динамика капитальных затрат



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика СДП

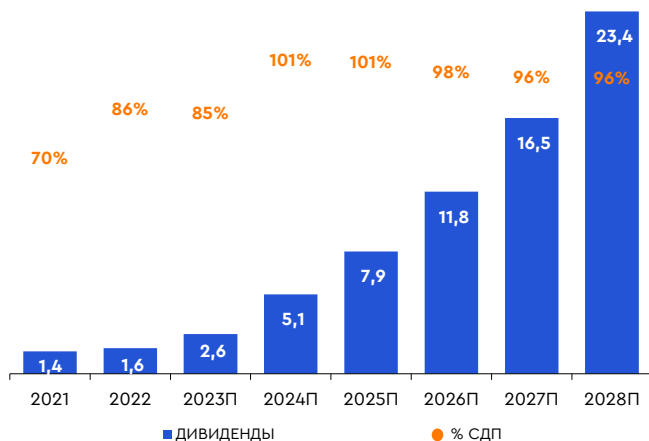


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Дивиденды

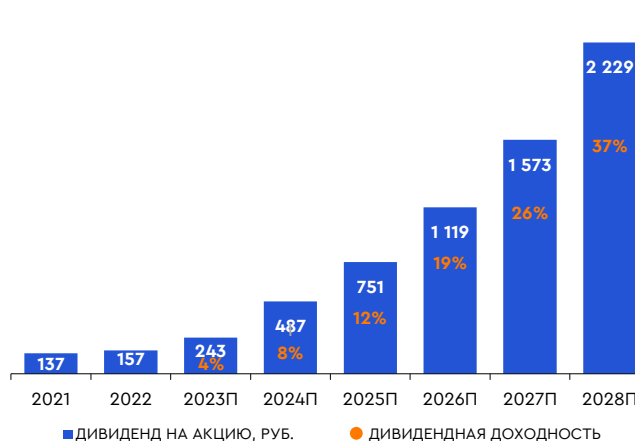
Прогноз денежного потока подразумевает рост дивидендных выплат до 23,4 млрд руб. (2 229 руб./акц., доходность 37%) к 2028 г., что на 80% выше, чем в базовом сценарии.

Объем дивидендов и коэффициент дивидендных выплат



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Дивиденд на акцию и дивидендная доходность



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Оценка

Справедливую стоимость Диасофт мы оценивали с помощью метода дисконтирования денежных потоков. На постпрогнозной стадии мы используем терминальный темп роста на уровне 4%, который является базовым для оценки компаний технологического сектора по нашей методологии. Мы также делаем корректировку на смещение финансового года.

Расчет параметров модели дисконтирования

	ЗНАЧЕНИЕ	КОММЕНТАРИЙ
Безрисковая ставка	12,0%	Доходность 10-летних ОФЗ.
Премия за рыночный риск	6,8%	Усредненное значение дифференциала индексов полной доходности акций и облигаций Московской биржи.
Beta	1,18	Усредненный эмпирический коэффициент Beta по отрасли информационных услуг.
Специфическая риск-премия	2,0%	Размер, ликвидность, отраслевые риски.
Ставка дисконтирования	22,0%	
Постпрогнозный темп роста	4,0%	Базовый уровень = 4%.

Источник: оценка Газпромбанка

Дисконтирование денежных потоков

Модель ДДП, млн руб.

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
EBITDA	4 119	6 394	9 859	14 688	20 644	29 252
(-) Налог	-22	-35	-55	-83	-117	-166
(+/-) Изменение оборотного капитала	-3	96	76	56	78	67
(-) Инвестиции	-980	-1 564	-2 178	-2 713	-3 516	-4 810
(+/-) Лизинг, проценты	-117	-81	-111	-139	-148	-143
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	2 997	4 809	7 591	11 810	16 941	24 199
ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК		3 941	5 098	6 500	7 641	8 945

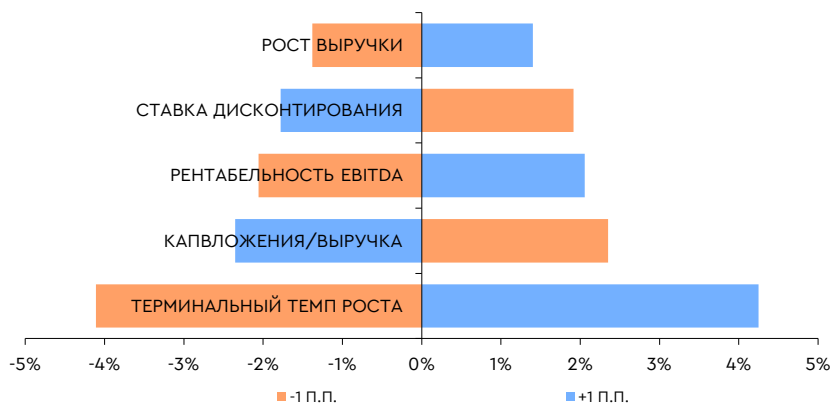
Источник: оценки Газпромбанка

Оценка диапазона справедливой стоимости

Приведенная стоимость денежных потоков, млн руб.	34 720
+ Стоимость переходного периода, млн руб.	27 545
+ Стоимость терминального периода, млн руб.	30 274
Стоимость акционерного капитала, млн руб.	92 539
Количество акций в обращении, млн	10,5
Справедливая стоимость, руб.	8 813
+ Ожидаемый дивиденд	487
Целевая цена, руб.	9 300
Текущая цена, руб.	6 000
Потенциал роста/(падения)	55%

Источник: оценки Газпромбанка

Анализ чувствительности



Источник: оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2024. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантий будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсам (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.