

## ПАО МГКЛ (Мосгорломбард)

ПЛОЩАДКА РАЗМЕЩЕНИЯ

**Московская  
биржа**

ЦЕЛЕВОЙ ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ

**1.0**

млрд руб.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ

**4.3 – 4.5**

млрд руб.

## ПАО МГКЛ - IPO

**МГКЛ – сеть ломбардов со столетней историей. Компания ведет свою деятельность в московском регионе и имеет 109 действующих точек с потенциалом роста ~50%.**

- Ломбардная деятельность регулируется ЦБ РФ и является одним из старейших финансовых институтов, представленная в основном мелкими региональными игроками.
- Важным преимуществом ломбардов является низкая чувствительность к циклу и почти полное хеджирование кредитного риска за счет высоколиквидного залога.
- Это также делает оценку справедливой стоимости ломбардного бизнеса нетривиальной задачей в связи с отсутствием прямых или близких публичных аналогов

### Ключевые предпосылки прогноза

- Мы ожидаем роста стоимости золота в рублях за счет глобальной склонности инвесторов переходить в защитные активы, в ожиданиях рецессии независимо от степени глубины спада. Мы ожидаем незначительное укрепление, либо дальнейшее ослабление валютного курса RUB/USD, что в целом благоприятно для ломбардной деятельности.
- Введение нового регулирования. Ломбардная деятельность регулируется Банком России. Сейчас регулирование сводится к соблюдению уровня ПСК и предоставлению отчетности в ЦБ, но исторически Банк России всегда ужесточал правила игры для регулируемых им организаций, что неизбежно повлияет на способность ломбардов управлять ставкой кредитования.
- Сохранение структуры капитала на среднерыночном уровне: 65% долга и 35% собственных средств.
- Часть средств, полученных в ходе IPO и по результатам основной деятельности будут направлены на развитие цифровых компетенций бизнеса, расширение ассортиментной матрицы и продуктового предложения. В частности это касается сервиса комиссионной торговли, которая уже осуществляется на розничных объектах. Мы считаем, что это направление позволит МГКЛ выйти за пределы естественных ограничений ломбардного рынка в виде предельного количества качественных залогов, однако несет потенциально более высокие риски будущих потоков. В сумме эффект роста и дополнительный риск уравнивают друг друга, оказывая нейтральное влияние на результаты оценки.

### Риски

- Укрепление курса рубля и, как следствие, снижение цены на золото в рублях могут привести к убыткам по невостребованным залогам, а также снизить мотивацию клиентов к выкупу своих изделий в случае продлеваемых займов.
- Операционный риск. Некорректная оценка реальной стоимости залога – один из ключевых рисков ломбардной деятельности.
- Риск инвестиционной стратегии. Менеджмент нацелен увеличивать акционерную стоимость бизнеса за счет развития новых продуктов и инвестиций в IT-платформу. Этот риск мы расцениваем не как риск убытков, а как риск неполученных доходов от основной деятельности.

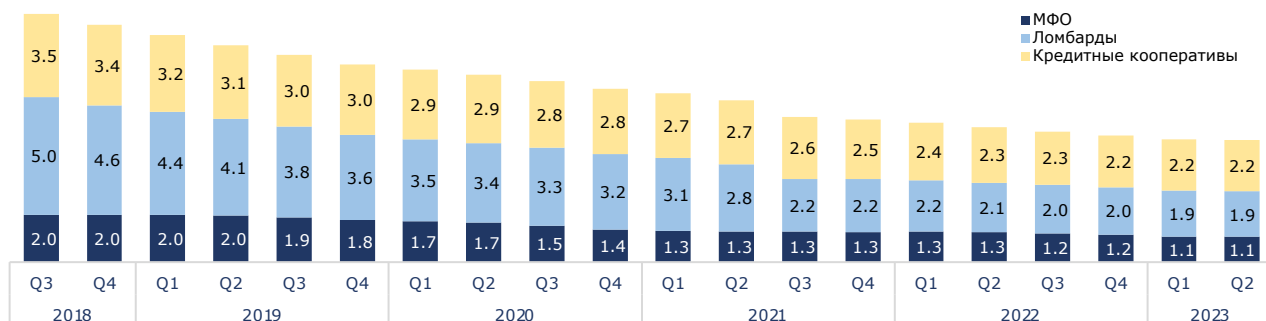
## Анализ отрасли в России

- Средняя предельная ставка кредитования для ломбардов **0.4%** в день, у МФО **0.8%**
- Оборачиваемость портфеля (выданные займы к среднему значению портфеля) ломбардов **4.5** оборота за год, у МФО - **2.2**
- При одинаковом среднем сроке займа по договору, **портфель ломбардов более ликвидный** из-за залога

Рынок ломбардов в России является частью рынка кредитования клиентов с повышенным риском. К этому сегменту можно отнести необеспеченное банковское кредитование, микрофинансовые организации (МФО и МКК) и различные формы кредитных кооперативов, а также теневой рынок частных займов. Коммерческие банки удовлетворяют 95% спроса на наличные: по данным ЦБ РФ задолженность по неипотечным кредитам физических лиц на конец первого полугодия превысила 14 трлн руб.\*, а выдачи за 6 месяцев составили 8.4 трлн руб., в то время как портфель микрофинансовых организаций (МФО, ломбарды и кредитные кооперативы) превысил 500 млрд руб., при квартальных выдачах более 575 млрд руб. Соответственно, сегмент микрофинансирования не конкурирует с банками за спрос в силу размера, но дополняет его.

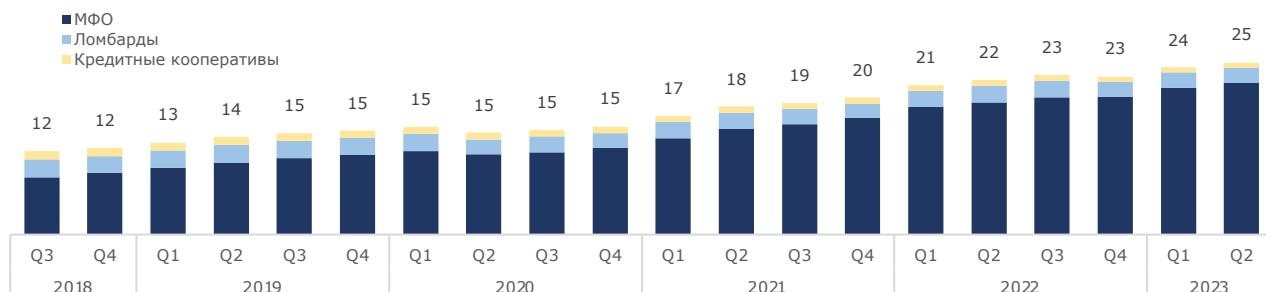
На сегодня количество МФО и Ломбардов с конца 2018 года сократилось в 2 и более раз, количество кредитных кооперативов – на треть. Основная причина – последовательное ужесточение регулирования Банком России. Хотя приход регулятора в сектор оказал, скорее, «оздоравливающее» воздействие, это также вынудило некоторых участников рынка уйти в тень. Менеджмент эмитента предполагает, что реальное количество игроков на рынке ломбардов сильно выше, но они могут действовать под вывеской «скупочная деятельность».

График 1. Количество действующих организаций, тыс. ед.



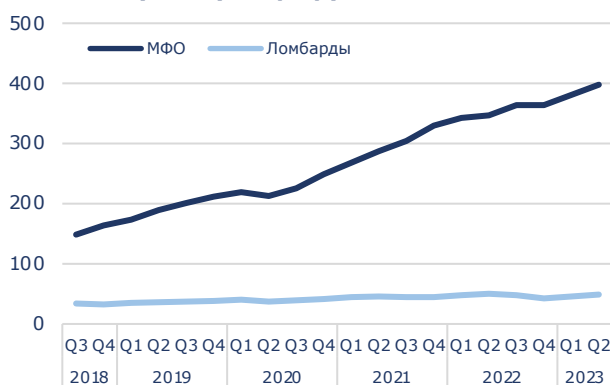
Общее количество действующих потребителей микрофинансовых услуг выросло в 2 раза. При этом для ломбардов этот показатель снизился с пиковых значений на 15%. Учитывая частичный переход отрасли в тень, мы допускаем, что рост здесь может быть сопоставим с МФО. Для прогноза мы предполагаем, что количество действующих клиентов будет вдвое меньше исторического роста для всего сегмента.

График 2. Количество действующих клиентов, млн. чел.

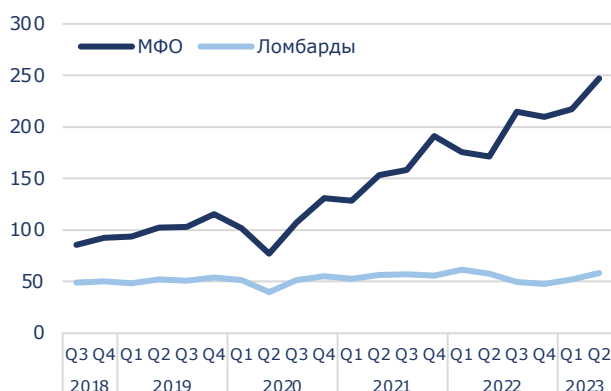


Несмотря на снижение клиентской базы, портфель задолженности клиентов ломбардов устойчиво рос до середины 2020 года, хоть и медленнее портфеля МФО. При этом выдачи оставались в пределах 50 млрд руб. в квартал. Существенным ограничением для ломбардной деятельности является невозможность привлечения капитала от широкого круга инвесторов: займы у физических лиц. По этой причине ломбарды могут расти только за счет прибыли, либо облигационных займов. В такой ситуации первое IPO существенно улучшит перспективы отрасли в целом.

**График 3. Портфель задолженности по основному долгу, млрд руб.\***



**График 4. Квартальный объем выдач, млрд руб.**



Ключевым отличием ломбардной деятельности от МФО является экспозиция операционных показателей и финансового результата ломбардов на стоимость грамма золота в рублях. Помимо стоимости драгоценного металла, она так же завязана на курс рубля к доллару. Значительное укрепление рубля летом-зимой 2022 года стало главной причиной снижения выдач и прибыльности компаний, т.к. снизилась стоимость залога. Подробнее о влиянии курса золота на бизнес-модель и оценку компании будет описано в разделе «О компании». Мы ожидаем дальнейшего роста стоимости золота как за счет увеличения цены драг. металла, так и за счет постепенного ослабления курса рубля.

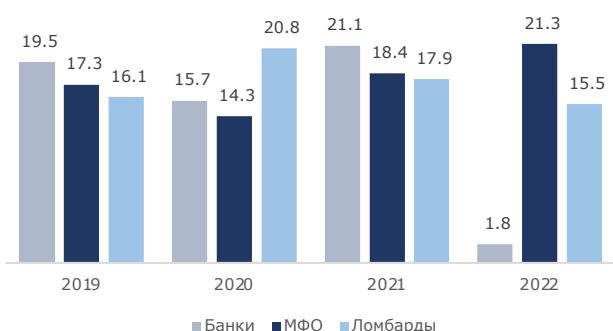
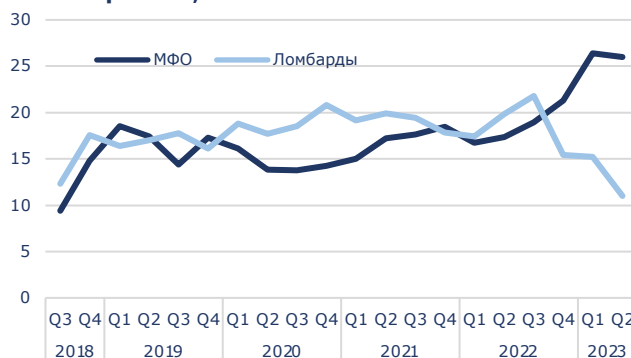
**График 5. Реакция роста среднего займа на рост курса золота ЦБ, %**



**График 6. Курс золота в рублях, тыс. руб./грамм.**

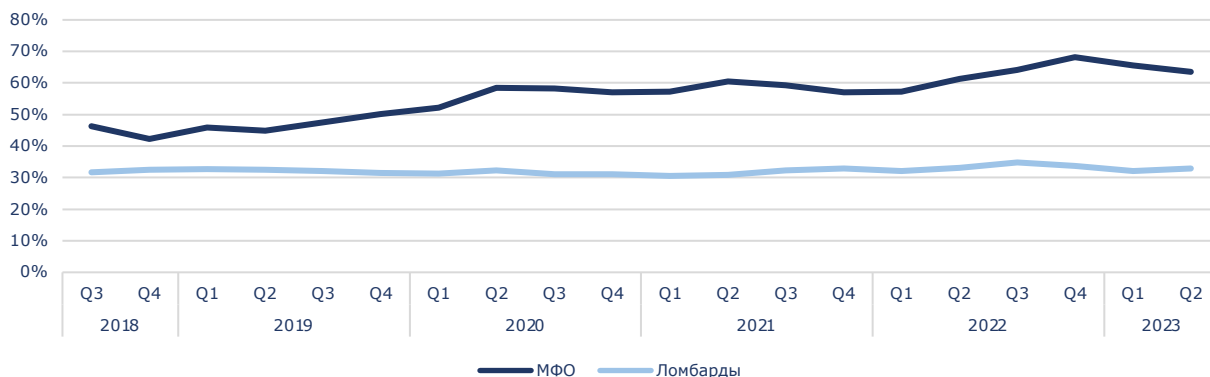


За 4 рассматриваемых года ломбарды показывают наиболее стабильный показатель ROE. Банки намного сильнее зависят от экономического цикла и ситуации в экономике, поэтому их рентабельность более волатильна. Рентабельность ломбардов и МФО слабо зависит от цикла. Ломбарды при этом показывают более устойчивые показатели, чем МФО в течение 2020-2021 года, серьезно уступив МФО лишь в период сильного укрепления рубля и, как следствие, удешевления золота по курсу ЦБ. По этим причинам мы оцениваем инвестиции в ломбарды как защитный актив с низким уровнем просадки, однако, и ограниченными возможностями для быстрого роста.

**График 7. ROE организаций LTM, %\***

**График 8. ROE микрофинансовых организаций по кварталам, %**


Ломбарды в целом стараются придерживаться стандартной структуры капитала – отношение собственного капитала к заемному стабильно колеблется вокруг 1:2. Разница с МФО возникает из-за отсутствия нормативов достаточности капитала. С одной стороны, это важное инвестиционное преимущество ломбардов перед МФО, с другой стороны, отсутствие ограничений не позволяет привлекать займы от физических лиц.

Кроме того, большая часть ломбардов – это малый бизнес, не имеющий доступа к широкому набору финансовых инструментов. 2/3 ломбардов, зарегистрированных в реестре Банка России даже не имеют собственного сайта. Те ломбарды, которые имеют доступ к финансовым инструментам являются активными игроками на рынке M&A, что дает им преимущество и усиливает консолидацию отрасли. Консолидация, в свою очередь, снижает давление на маржинальность бизнеса и необходимость принимать дополнительные риски.

**График 9. Доля собственного капитала в пассивах, млрд руб.**


## Основные показатели \*

**93%**

Займов  
обеспечено  
золотом

**109**

Действующих  
розничных точек  
оказания услуг

**123%**

Предельная  
стоимость  
кредита

## Факторы привлекательности



Рост цены золота  
в рублях при  
снижении  
конкуренции



Низкая  
чувствительность  
рентабельности  
к циклу



Новые продукты,  
цифровая  
платформа,  
сильный бренд

## О компании

Мосгорломбард – крупная региональная сеть ломбардов, действующая в Московском регионе. Компания предоставляет услуги залогового кредитования и выкупа золота, ювелирных изделий, изделий из меха и кожи, бытовой техники.

Бренд «Мосгорломбард» в 2023 году будет отмечать 100-летие. В России не так много бизнесов, с такой длинной историей, действовавших под одной вывеской даже в СССР. Менеджмент расценивает этот факт, как существенное конкурентное преимущество, поскольку для клиентов это ассоциируется с высоким уровнем надежности компании. Важный нюанс, что ломбард выступает не только источником быстрой ликвидности, но еще и выступает местом хранения важных для клиента вещей.

Стратегия компании основывается на агрессивном росте портфеля в пределах Московского региона за счет:

- 1) Открытия новых розничных объектов- «близко к потребителю». Зачастую это точки в коммерческих помещениях жилых комплексов в спальных районах. Помимо близости к клиенту, это позволяет получать существенный дисконт к средней стоимости аренды.
- 2) Слияния и поглощения. Мосгорломбард является крупным региональным игроком, имеющим более широкие возможности по финансированию своей деятельности, чем у среднего участника рынка. Помимо горизонтальных поглощений компания занимается и upstream-сделками, так в 2023 году был приобретен оператор по вторичной торговле ювелирными изделиями «ЛОТ Золото», что позволит компании значительно улучшить позиции по сбыту невыкупленных клиентами ценностей и предлагать эти услуги прочим участникам рынка. Таким образом, достигается эффект отдачи от масштаба.
- 3) Более продвинутые, относительно конкурентов, скоринговые системы позволяют увеличивать объемы кредитования для надежных клиентов. Повышенные лимиты и репутацию бренда МГКЛ использует, чтобы выставлять клиентам максимально доступную ставку согласно ПСК Банка России.

## Цифровая платформа

Для развития объемов бизнеса менеджмент не делает ставку на региональную экспансию ломбардного бизнеса, но видит большой потенциал в инвестициях в смежные направления бизнеса через расширение типов принимаемых в обеспечение залогов (например, потребительская электроника) и предоставление новых сервисов, таких, как комиссионный магазин. Основным преимуществом, в сравнении с основным бизнесом, мы видим намного большую емкость рынка и полное отсутствие кредитного риска/риска изменения стоимости золота, что даст хорошую диверсификацию. Мы видим хороший потенциал этого бизнеса даже в условиях высокой конкуренции технологических компаний, однако здесь мы оцениваем справедливую стоимость только основного бизнеса. Потенциальный инвестор может получить дополнительную доходность в случае успеха этого продукта, но основная стоимость сегодня приходится именно на ломбардную деятельность.

## О компании. Финансовые и Операционные показатели

### Балансовые показатели

В последние 3 года менеджмент активно работал над ростом розничной сети и выводом этих объектов в прибыль. Количество точек более чем удвоилось. По итогам размещения количество розничных объектов достигнет 150. Портфель займов рос пропорционально количеству объектов. Доля займов в активах изменчива в связи с консолидацией приобретенных в результате M&A компаний. Основным источником финансирования роста были займы. Выход на IPO в первую очередь направлен на изменение структуры капитала

### P&L

Рост выручки значительно опередил рост портфеля в связи с высокой оборачиваемостью портфеля ломбардов. Основная статья расходов – себестоимость выдачи займов, которая связана с количеством розничных объектов. Это отличает ломбарды от банков (основной расход – процентные расходы)

### Денежные потоки

Отрицательный денежный поток от операционной деятельности связан с ростом портфеля займов, здесь ломбарды схожи с другими финансовыми организациями. Если менеджмент примет решение остановить рост, операционный денежный поток станет положительным.

Таблица 1 Балансовые показатели	Ед. Изм.	2019	2020	2021	2022	2023(П)
Количество объектов	ед.	17	50	101	109	109
Количество клиентов	тыс чел.		25.0	46.1	65.6	87.3
Прирост	%			85%	42%	33%
Количество залогов	тыс ед.		151.4	197.6	224.7	296.9
Прирост	%			30%	14%	32%
<b>Активы</b>						
Задолженность+%	млн руб.	197.7	248.5	569.8	1092.5	1931.2
Резерв (РСБУ)	млн руб.	0.0	-18.6	0.0	-38.9	-71.0
Чистый портфель	млн руб.	197.7	229.9	569.8	1053.6	1860.2
Прирост	%		16.3%	147.9%	84.9%	11.5%
Прочие оборотные активы	млн руб.	35.1	37.3	665.8	743.4	1585.1
Прочие внеоборотные активы	млн руб.	14.1	42.2	145.9	133.5	132.5
<b>Активы, всего</b>		<b>246.8</b>	<b>309.3</b>	<b>1381.6</b>	<b>1930.5</b>	<b>3208.9</b>
<b>Пассивы</b>						
Задолженность по займам+%	млн руб.	78.2	205.9	870.4	1167.4	1531.2
Прочая задолженность	млн руб.	60.8	60.9	152.0	282.5	305
Собственный капитал	млн руб.	107.8	42.5	359.3	480.5	1742.5

Таблица 2 P&L основного бизнеса		2020	2021	2022	2023(П)
Выручка	млн руб.	252	424	1426	1684
Прирост	%		68%	236%	18%
Переменные расходы	млн руб.	-132	-328	-1263	-958
Фондирование	млн руб.	-32	-96	-136	-195
<b>Валовая прибыль</b>	<b>млн руб.</b>	<b>88.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>25.8</b>	<b>531</b>
SG&A	млн руб.	-31	-59	-95	-203
Прочие доходы/(расходы)	млн руб.	-12	-3	234	0
Прибыль до н/о	млн руб.	45	-63	165	328
<b>Чистая прибыль</b>	<b>млн руб.</b>	<b>31</b>	<b>-52</b>	<b>131</b>	<b>262</b>

Таблица 3 Ден. потоки от основной деятельности	Ед. изм.	2020	2021	2022	2023(П)
<b>Выдачи займов</b>	млрд руб.	<b>-1.5</b>	<b>-2.1</b>	<b>-3.3</b>	<b>-6.5</b>
Прирост	%		39%	55%	97%
Возврат Од	млрд руб.	1.5	1.9	3.1	6.0
Возврат %	млрд руб.	0.2	0.3	0.4	1.2
<b>Поступления от основной деятельности</b>	<b>млрд руб.</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>3.5</b>	<b>7.2</b>
Прирост			29%	57%	106%
Обслуживание займов	млрд руб.	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
Операционные затраты, в т.ч. на выдачу займов	млрд руб.	-0.3	-0.4	-0.6	-1.0
<b>Денежный поток от основной деятельности</b>		<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.5</b>

## О компании. Бизнес модель и подход к оценке

Несмотря на то, что ломбардная деятельность относится к виду кредитно-финансовой деятельности, мы находим достаточно проблематичным использование стандартных методов прогнозирования и оценки денежных потоков для акционеров. Дивидендная модель завышает оценку, так как ломбардам трудно достичь отдачи от масштаба в отличие от банков и МФО. Основная причина – необходимость физической оценки качества и стоимости залогов, то есть ломбарды не могут существовать только в digital формате, как это делают МФО.

При этом ломбарды обладают важным преимуществом в виде высоколиквидного залога. Компания несет непосредственный кредитный риск, только если сумма займа превышает рыночную стоимость изделия, что случается крайне редко и только для особого типа клиентов.

Мы рассматриваем бизнес-модель ломбарда, как форму арбитражной торговли золотом, где арбитраж существует между розничным и оптовым рынком вторичного оборота ювелирных изделий. Это существенно снижает риски будущих денежных потоков, но и создает потолок роста для каждой розничной точки.

### Общий вид бизнес-модели мы описываем следующим образом:

- 1) Ломбард покупает у клиента изделие по цене  $X$  с правом обратного выкупа через месяц по цене  $X \cdot (1 + r \cdot t)$ , где  $r$  – средневзвешенная ставка кредитования,  $t$  – количество дней до обратного выкупа. В случае, если клиент выкупает изделие в период действия договора (30 дней) применяется стандартная ставка кредитования, в случае продления (до 140 дней) – повышенная.
- 2) Если клиент не выкупает изделие, ломбард продает его на оптовый рынок вторичного оборота. За счет применения портфельного подхода (много невыкупленных изделий объединяются в один лот) ломбард выходит на оптовый рынок по цене большей, чем  $X$ , но меньшей, чем стоимость основного долга плюс проценты. При этом клиенты, как правило, заинтересованы в выкупе изделий даже в случае большой просрочки из-за поведенческих факторов (например, привязанность к семейной драгоценности).
- 3) В период действия договора ломбард несет операционный риск (корректная оценка залога, достижение необходимого оборота на один розничный объект) и риск изменения стоимости золота в рублях (если цена золота растет, потенциальный финансовый результат улучшается, если цена снижается, может возникнуть риск потери всех начисленных процентов или даже основного долга. Первый риск является естественным предпринимательским риском и принимается акционерами. Второй риск хеджируется за счет высокой разницы между сумой займа (цена покупки изделия) и стоимости продажи за грамм на оптовом рынке, а также склонностью потребителей выкупать свои изделия.

**Таблица 4.**  
Сценарии клиентского поведения,  
тыс. руб., если не указано иное

Базовый, 50% займов	2022	2027
Сумма займа	14.7	32.0
Срок (дней)	31	31
Стоимость выкупа	17.8	36.5
Затраты на выдачу	2.0	3.6
Процентный расход	0.2	0.3
Аллокация SG&A	0.6	0.3
Финансовый результат	0.3	0.3
<b>Доходность займа (% годовых)</b>	<b>24%</b>	<b>11%</b>

Продление, 30%	2022	2027
Сумма займа	14.7	32.0
Срок (дней)	130	130
Стоимость выкупа	23.4	50.8
Затраты на выдачу	2.0	3.6
Процентный расход	0.9	1.3
Аллокация SG&A	0.6	0.3
Финансовый результат	5.2	13.6
<b>Доходность займа (% годовых)</b>	<b>417</b>	<b>500</b>

Реализация, 20% займов	2022	2027
Сумма займа	14.7	32.0
Срок (дней)	130	130
Начислено процентов	8.7	18.8
Стоимость реализации	19.9	43.4
Списано $ОД + \%$	3.5	7.4
Затраты на выдачу	2.0	3.6
Процентный расход	0.9	1.3
Аллокация SG&A	0.6	0.3
Финансовый результат	1.7	6.2
<b>Доходность займа (% годовых)</b>	<b>136</b>	<b>228</b>

На невостребованных залогах (формальный дефолт заемщика) ломбард зарабатывает больше, но в период действия займа имеет открытую позицию на стоимость золота

## Оценка. Метод Residual Income

В оценке мы исходим из следующих предпосылок:

- Цена на золото в рублях будет расти опережающими темпами за счет обесценивания стоимости рубля к доллару США и росту самого золота в долларах с 1900 до 2000 USD за унцию, что отразится на рыночной стоимости залогов.
- Благодаря приобретению «ЛОТ Золота» спред между оптовой ценой реализации и суммой займа снижаться не будет (консервативная оценка), в базовом сценарии этот спред должен расти.
- Структура капитала МГКЛ придет к среднерыночным значениям: 65% долга и 35% акционерного капитала.
- Оборачиваемость портфеля на среднем уровне 2020-2022 гг.

Методология:

- Мы определяем прибыль с одного займа (на один залог) в оптимистичном и консервативном сценарии (max и min). Оптимистичный сценарий предполагает 100% выкупа изделий независимо от начисленных процентов. Консервативный сценарий предполагает реализацию всех займов, срок которых превысил 31 день. В реальности – большая часть продленных займов будет выкупаться. Эта пропорция определяется весами оценки в консервативном и оптимистичном сценариях.
- Доходность среднего займа в обоих сценариях конвертируется в ROE одного займа и приводится к годовым значениям.
- Определяется Residual Income на прогнозном периоде, как разность между ROE и стоимостью акционерного капитала (cost of capital). Полученная величина дисконтируется по ставке стоимости акционерного капитала и прибавляется к 1, единица символизирует фактический балансовый капитал. В результате получаем показатель price-to-book, где Residual Income показывает эффективность использования денежных средств, поступивших в компанию.
- Этот метод также позволяет снизить чувствительность оценки к параметру Cost of Capital.
- Подробный расчет в приложении 1.

Таблица 5. Итоги оценки

Мультипликатор балансового капитала (max)	x	3.48
Мультипликатор балансового капитала (min)	x	1.51
Вес max	%	60%
Вес min	%	40%
Средневзвешенный мультипликатор	x	2.69
Балансовый капитал по итогам размещения	млрд руб.	1.7
<b>Рыночная стоимость</b>	<b>млрд руб.</b>	<b>4.6</b>

Таблица 6. Анализ чувствительности

		Cost of Capital		
		23%	24%	25%
Вес max сценария	65%	4.93	4.75	4.67
	60%	4.76	4.58	4.50
	55%	4.58	4.41	4.34

Таблица 7. Cost of Capital

Оценка	Комментарий	
Безрисковая ставка	11.1%	Усредненная доходность к погашению ОФЗ с дюрацией более 5 лет
Премия за рыночный риск (Equity risk premium)	11.0%	Мы используем оценку ERP=14.2*, рассчитанную statista.com на 2022 год, однако считаем, что она излишне консервативная, с учетом постепенного возобновления выплаты дивидендов, исчерпания новых санкционных шоков и ожидаемого притока средств физических лиц, поэтому считаем справедливым снижение до 11.0%
Бета	0.3	В отсутствие аналогов предполагаем: Бета для банковского сектора 0.8. Ломбарды почти не чувствительны к циклу, т.е. бета должна быть 0, однако снижение доступа к рынкам капитала (особенно долговым) будет ограничивать ликвидность ломбардов. Таким образом, считаем справедливым среднее значение 0.3
Премия за ликвидность	5%	Наша априорная оценка премии за ликвидность для компаний с низкими среднедневными оборотами
Премия за специфический риск эмитента	5%	Дополнительная премия, которую могут требовать инвесторы за участие в первичном размещении и инвестиции в плохо изученный сектор ломбардов
<b>Итого стоимость акционерного капитала</b>	<b>24.4%</b>	



## Оценка. Сравнительный подход

У эмитента нет прямых публично торгуемых аналогов. Мы видим на российском рынке 2 компании, у которых бизнес модель или природа денежных потоков схожи, поэтому они могут торговаться по схожим мультипликаторам с учетом премии/дисконта.

Наиболее близкая бизнес модель у ПАО «Смарттехгрупп» (бренд Carmoney). Однако МГКЛ не ведет автоломбардную деятельность, то есть отличается ликвидностью залога (вторичный рынок золота и ювелирных изделий намного ликвиднее, чем вторичный рынок автомобилей за счет более развитой инфраструктуры). Оборачиваемость портфеля ломбарда так же выше, чем у МФО, в первую очередь из-за разного подхода к работе с просроченной задолженностью: мгновенная ликвидация залога у ломбарда и длинный процесс коллекшн у Carmoney. В этой связи мы считаем, что МГКЛ может торговаться на уровне или с премией к мультипликатору P/B «Смарттехгрупп»

Как описывали выше, ломбард предоставляет короткую ликвидность под залог ликвидных ценностей, где есть централизованный контрагент. В этой связи мы считаем, что профиль выручки ломбарда позволяет использовать в качестве аналога ПАО «Московская Биржа». Здесь мы видим разумным использование мультипликатора P/E с дисконтом.

Наконец, мы используем мультипликатор P/E для широкого индекса московской биржи.

**Таблица 8. Объекты аналоги, мультипликаторы и оценка**

Компания-аналог	Текущая капитализация	Балансовый капитал	Мультипликатор	Значение	Комментарий
ПАО «Смарттехгрупп»	6.5 млрд руб.	2.6 млрд руб.	P/B	x2.5	По данным отчетности МСФО на 30.06.2023
		<b>Прибыль LTM</b>	<b>Мультипликатор</b>		
ПАО «Московская Биржа»	347 млрд руб.	42.5 млрд руб.	Trailing P/E	x8.2	По данным отчетности МСФО на 31.03.2023
	<b>Текущее значение</b>	<b>Прогнозное значение</b>	<b>Мультипликатор</b>	<b>Значение</b>	
Индекс Мосбиржи	3079 пунктов	3500-3800 пунктов	Forward P/E	x4.8	Консенсус прогноз аналитиков на 2024 год
Показатель	Значение	Дисконт/премия к аналогу	Мультипликатор	Оценка min	Оценка max
Балансовый капитал (прогноз с учетом привлечения 1000 млн в капитал)	1.7 млрд руб.	Премия 0-5%	x2.5 - 2.6	4.3	4.5
Чистая прибыль по итогам 2023 (прогноз)	0.26 млрд руб.	Дисконт 0-20%	X8.1 – 10.1	2.1	2.6
Чистая прибыль по итогам 2024 (прогноз)	0.48 млрд руб.	Нет	x4.8	2.3	2.3

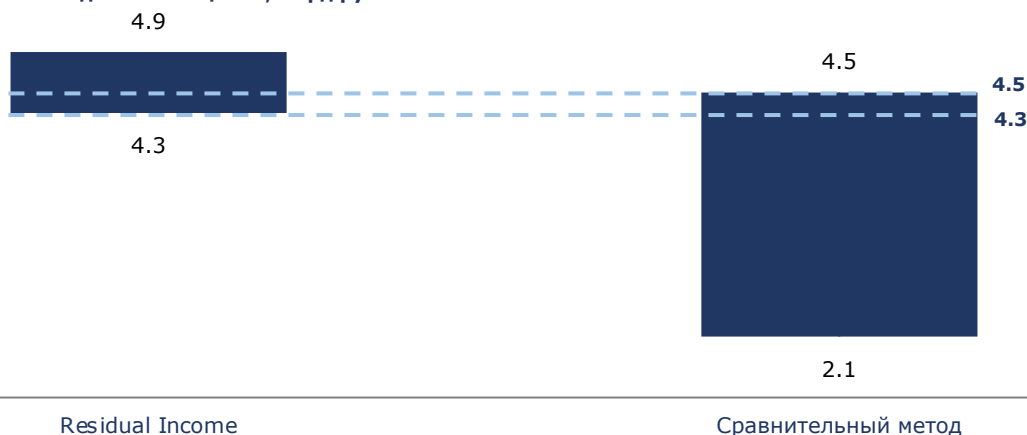
## Итоги

Мы считаем справедливой оценкой эмитента в диапазоне 4.3-4.5 млрд руб.

### Факторы привлекательности:

- ✓ **Низкая чувствительность** экономики бизнеса к деловому циклу
- ✓ **Компетентный менеджмент** с большим опытом в ломбардной бизнесе. Некоторые ключевые сотрудники работали в МГКЛ еще с советских времен
- ✓ **Сильный бренд** со столетней историей и высокое доверие клиентов
- ✓ **Консолидация отрасли**, снижение конкуренции и высокий потенциал роста маржинальности основной деятельности
- ✓ **Расширение продуктовой матрицы и выход на новые рынки**

График 10. Итоговый диапазон оценки, млрд руб.



### Факторы риска:

- **Рост регуляторной нагрузки**
- **Укрепление курса рубля** и, как следствие, снижение цены на золото в рублях могут привести к убыткам по невостребованным залогам, а также снизить мотивацию клиентов к выкупу своих изделий в случае продлеваемых займов.
- **Операционный риск.** Некорректная оценка реальной стоимости залога – один из ключевых рисков ломбардной деятельности.
- **Риск инвестиционной стратегии.** Менеджмент нацелен увеличивать акционерную стоимость бизнеса за счет развития новых продуктов и инвестиций в IT-платформу. Этот риск мы расцениваем не как риск убытков, а как риск неполученных доходов от основной деятельности.

## Приложение 1 Расчет Residual Income и мультипликатора P/B

Таблица	ед. изм.	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Рыночная цена залога	тыс руб.	14.75	16.83	19.86	29.79	35.75	39.32	41.29	43.35
Сумма займа	тыс руб.	10.18	11.61	14.71	22.00	26.40	29.04	30.49	32.02
Средний срок займа базовый	дней	31	31	31	31	31	31	31	31
Средний срок займа (продленный)	дней	143	160	89	130	130	130	130	130
Доля продлеваемых займов	%	45%	28%	15%	30%	30%	30%	30%	30%
Стоимость выкупа базовая	тыс руб.	11.40	13.00	17.75	25.08	30.10	33.11	34.77	36.50
Стоимость выкупа для продлевающих	тыс руб.	15.84	18.78	23.43	34.93	41.91	46.11	48.41	50.83
Ожидаемая маржинальность одного займа (max)	тыс руб.	3.22	3.01	3.89	6.04	7.24	7.97	8.37	8.79
Ожидаемая маржинальность одного займа (min)	тыс руб.	2.74	2.46	3.35	4.50	5.39	5.93	6.23	6.54
Переменные затраты на один залог	тыс руб.	1.26	2.03	1.98	2.58	2.96	3.26	3.42	3.59
Стоимость фондирования	тыс руб.	0.25	0.23	0.23	0.40	0.43	0.47	0.44	0.41
Постоянные затраты	тыс руб.	0.6	0.7	0.8	1.2	1.1	0.8	0.4	0.4
<b>Ожидаемая валовая прибыль с одного займа (max)</b>	<b>тыс руб.</b>	<b>1.11</b>	<b>0.07</b>	<b>0.89</b>	<b>1.87</b>	<b>2.78</b>	<b>3.45</b>	<b>4.09</b>	<b>4.35</b>
<b>Ожидаемая валовая прибыль с одного займа (min)</b>	<b>тыс руб.</b>	<b>0.63</b>	<b>-0.47</b>	<b>0.35</b>	<b>0.33</b>	<b>0.93</b>	<b>1.42</b>	<b>1.95</b>	<b>2.11</b>
Доля собственных средств	%	27%	24%	25%	34%	35%	30%	30%	30%
Доля клиентской задолженности в активах	%	80%	48%	50%	60%	65%	75%	75%	75%
Оборачиваемость портфеля займов	тыс руб.	81.4	67.1	39.7	60.7	60.7	60.7	60.7	60.7
Прибыль в год на 1 рубль капитала (max)	тыс руб.				0.71	0.94	1.43	1.61	1.63
Прибыль в год на 1 рубль капитала (min)	тыс руб.				0.13	0.32	0.59	0.77	0.79
Residual Income (max)	x				0.47	0.70	1.19	1.37	1.39
Residual Income (min)	x				-0.12	0.07	0.34	0.53	0.55
Discounted RI (max)	x				0.38	0.45	0.62	0.57	0.47
Discounted RI (min)	x				-0.12*	0.05	0.18	0.22	0.18
<b>Мультипликатор балансового капитала (max)</b>	<b>x</b>								<b>3.48</b>
<b>Мультипликатор балансового капитала (min)</b>	<b>x</b>								<b>1.51</b>
<b>Вес max</b>	<b>%</b>								<b>60%</b>
<b>Вес min</b>	<b>%</b>								<b>40%</b>
<b>Средневзвешенный мультипликатор</b>	<b>x</b>								<b>2.69</b>
<b>Балансовый капитал по итогам размещения</b>	<b>млрд руб.</b>								<b>1.7</b>
<b>Рыночная стоимость</b>	<b>млрд руб.</b>								<b>4.58</b>

\*не дисконтируем отрицательные значения.

Источник: данные менеджмент, расчеты АО ИФК «Солид»

## Контакты

---

Москва, Хорошевское шоссе 32А 8 (800)

250-70-10

[solid@solidbroker.ru](mailto:solid@solidbroker.ru)

## Управление Рисков и Аналитики

---

Москва, Хорошевское шоссе 32А

+7 (495) 228-70-10

[d.donetskiy@solidbroker.ru](mailto:d.donetskiy@solidbroker.ru)

2023 АО ИФК «Солид». Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении её 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.

Доходность, полученная в прошлом, не гарантирует доходность в будущем.

АО ИФК «Солид» не несёт 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. Документы, содержащие информацию о размещаемых ценных бумагах и размещаемой Компанией не могут рассматриваться в качестве публичной оферты. Информация и мнения, представленные в прилагаемых документах, подготовлены компанией АО ИФК «Солид». АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность представленной информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не несут ответственность за инвестиционное решение клиента, основанное на информации, содержащейся в данных документах. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники, также не несут ответственность за прямые или косвенные потери или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

Рекомендации и мнения, высказанные в данном материале, являются исключительно мнением АО ИФК «Солид», и не являются предложением о покупке или продаже ценных бумаг, а также не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Заявления любых лиц, в том числе сотрудников АО «ИФК Солид», а также информация в рекламных и информационных материалах о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Риски инвестирования в пре-IPO и IPO содержатся, в том числе, но не ограничиваясь ими, в Декларации о рисках, связанных с проведением операций на финансовых рынках (Приложение №5 Регламента).

АО ИФК «Солид» уведомляет, что может являться андеррайтером или организатором размещения ценных бумаг, что может привести к возникновению конфликта интересов между АО ИФК «Солид» и Клиентом или между Клиентом и иным Клиентом АО ИФК «Солид», что, в свою очередь, может в результате реализации конфликта интересов привести к убыткам Клиента. При участии в размещении Клиент подтверждает, что он был надлежащим образом уведомлен о возможности возникновения конфликта интересов и не имеет каких-либо претензий или имущественных требований (включая требования о возмещении убытков, возвратом суммы инвестиций) к АО ИФК «Солид», связанных с возникновением и реализацией конфликта интересов. АО ИФК «Солид», в свою очередь, обязуется реализовывать комплекс мер, направленных на предотвращение реализации конфликта интересов.

Лицензии на осуществление работы выданы ФКЦБ России без ограничения срока действия:

- брокерской деятельности – № 045-06790-100000, выдана 24 июня 2003 г.
- дилерской деятельности – № 045-06793-010000, выдана 24 июня 2003 г.
- деятельности по управлению ценными бумагами – № 045-06795-001000, выдана 24 июня 2003 г.
- депозитарной деятельности – № 045-06807-000100, выдана 27 июня 2003 г.

Предоставляемая АО ИФК «Солид» информация об инвестиционных фондах или о специализированном депозитарии не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а предоставление такой информации не является инвестиционным консультированием.

Информация о тарифных планах/тарифах опубликована в маркетинговых целях в сокращённом варианте. Полный перечень тарифных планов/тарифов, их содержание и условия применения содержатся на сайте [solidbroker.ru](http://solidbroker.ru) телефон для справок 8 (800) 250-70-10.