

Softline

Реорганизация стартовала

1+1>>2

Капитализация Softline находится под столь сильным давлением из-за совмещения в одном кейсе «российских санкционных страхов» инвесторов и возможностей роста международного сегмента, что техническая реорганизация компании станет драйвером раскрытия стоимости простым разграничением инвесторов по двум независимым компаниям.

Несмотря на вероятные временные ограничения по ликвидности для российских инвесторов, конечные плюсы реорганизации должны разрешить текущие проблемы.

Сложная ситуация совмещения «российских санкционных страхов» инвесторов и возможностей роста международного сегмента будет разрешена до середины ноября. Компания объявила условия первого этапа реорганизации, в соответствии с которым российский бизнес выводится за периметр. На данный момент менеджмент «дует на воду» в контексте комплаенса, ограничивая комментарии по дальнейшим шагам.

Мы предполагаем, что в итоге бизнес Softline разделится на торгуемую на Мосбирже российскую компанию SLR и глобальную компанию, торгуемую на Лондонской бирже (LSE). Несмотря на то, что на практике владельцы ценных бумаг Softline могут быть ограничены в выборе, в какой из частей бизнеса остаться, сама реорганизация разругнет «Гордиев узел» операционных проблем и проблем ликвидности, давящей на капитализацию. Можем предположить, что инвесторами в Softline Россия (SLR) будут отечественные инвесторы, которые верят в трансформацию российского рынка IT и рост.

Первый этап разделения бизнеса

Действие лучше бездействия

Котируемая компания становится полностью международной Реорганизация компании пройдет путем продажи российского бизнеса компании Softline Russia (SLR) основателю компании Игорю Боровикову за символический \$1. При этом планируется провести Бонусную эмиссию ценных бумаг всем держателям ценных бумаг Softline Holding (SLH), кроме Игоря Боровикова, SGI Limited (контролируемой основателем), которые отказались от своего права на Бонусные ценные бумаги SLH.

Российский бизнес становится частным. Временно? Таким образом, хотя Игорь Боровиков и получит 100% в SLR (российский бизнес), доля основателя компании Игоря Боровикова (доля SGI Limited) будет размыта с контрольной до 44%. Все другие владельцы ГДР, включая держателей в российских депозитариях, получат по 0,6 бонусной ГДР на каждую ГДР, которой владеют.

Выпуск новых акций в виде размытия доли основателя Максимум могло бы быть дополнительно выпущено 60% от 183 млн выпущенных акций, что составляет 111 млн акций, но на практике количество новых акций составит 50 млн. Таким образом, общее количество акций (fully diluted) увеличится с 200 млн до 250 млн.

Инфраструктурные проблемы для держателей ГДР в России Как известно, ликвидность ГДР компании распределена между торговлей на LSE и на Московской бирже. Согласно компании, при текущих санкционных ограничениях невозможно предложить акционерам в российских депозитариях получить локальные ценные бумаги. Бонусные бумаги владельцев ГДР в российских депозитариях окажутся «замороженными» и не будут им доступны. Перевод ГДР с российской площадки на LSE (из НРД в Euroclear) технически невозможен на данный момент.

Относительная оценка и разделение чистого долга Разделение проводится, учитывая соотношение стоимости бизнеса Softline в России и за пределами России, которое составляет 1:3.

Согласно финансовым результатам компании за последний финансовый 2022 г., который закончился 31 марта, 2022 г., на российский бизнес приходилось 69% EBITDA всей компании, однако ситуация начала резко меняться в 2022 г.

Станислав Юдин

Stanislav.Yudin@iticapital.com

Елизавета Хёрн

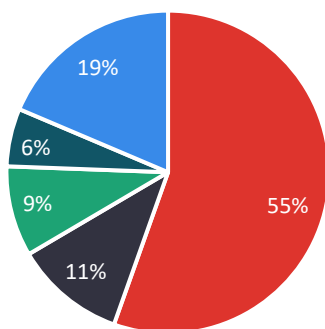
Elizaveta.Herne@iticapital.com

Доля России в общем обороте Softline составила 33% в 1К22 по сравнению с 46% в 1К21 и 43% в 4К21. Это отчасти связано с крепким рублем, но также обусловлено существенным ростом глобального бизнеса компании.

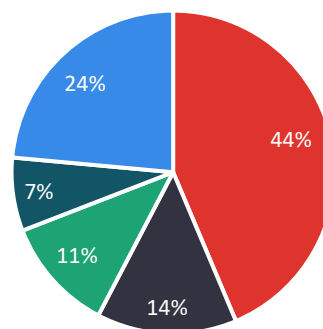
В результате разделения на Softline Russia (SLR) придется \$123,6 млн общего долга, а на Softline Global (SLH) - \$49,1 млн. Денежные средства и их эквиваленты российской компании составят \$57,4 после разделения, на Softline Global придется \$278,1 млн. Таким образом, чистый долг Softline Russia Group составит \$66,2 млн, а международной компании -\$229 млн.

Акционерная структура SHL до реорганизации....

...и после



- SGI Group Limited (Igor Borovikov)
- Broadreach Limited
- Da Vinci Funds
- Capital World Investors
- Other Shareholders



- SGI Group Limited (Igor Borovikov)
- Broadreach Limited
- Da Vinci Funds
- Capital World Investors
- Other Shareholders

Источник: данные компании, ITI Capital

Ключевые даты реорганизации: этап завершится до середины ноября?

Бонусная эмиссия зависит от принятия решений акционерами Softline на собрании, которое пройдет 25 октября 2022 г. в 11:30. Отсечка для определения права присутствовать и голосовать на этом собрании, а также крайний срок получения формы доверенности или инструкций по голосованию выпадает на 11:30 23 октября 2022 г. В случае принятия решения акционерами Softline на общем собрании о бонусной эмиссии, участвующие держатели ценных бумаг Softline получают 0,6066 бонусной акции за каждую акцию, принадлежащую им на момент отсечки – 26 октября 2022 г. в 11:00. При условии одобрения российскими регулирующими органами, компания рассчитывает завершить разделение в начале–середине ноября 2022 г. Ожидается, что бонусные акции для участвующих держателей ценных бумаг Softline будут выпущены в тот же период.

Какими могут быть следующие этапы?

Российский бизнес – для российских инвесторов,

Международный – для международных?

Листинг российского бизнеса SLR на Мосбирже весьма вероятен В ходе звонка утром 10 октября компания и основатель подтвердили планы по сохранению фокусировки на интересах всех заинтересованных сторон, включая российских миноритарных акционеров. Речь идет о листинге SLR на Мосбирже в России.

Российские инвесторы сфокусируются на SLR? Мы предполагаем, что Игорь Боровиков может, например, обменять свои акции SLR на ГДР в SLH, «замороженные» и торгуемые в России. При этом логично предположить, что доля основателя в SLH вырастет.

Регуляторика торговли ценными бумагами в России меняется. Ранее Центральный банк установил ограничения на операции с такими активами и

разъяснил правила продажи иностранных ценных бумаг неквалифицированным инвесторам. Доля иностранных ценных бумаг в портфеле инвестора не должна превышать 15%, начиная с 1 октября, и должна составлять не более 10%, начиная с 1 ноября, и не более 5%, начиная с 1 декабря, в соответствии с инструкцией Центрального банка. С 1 января 2023 г. брокерам запрещено выполнять указания неквалифицированных клиентов, если они увеличивают позиции по ценным бумагам компаний из «недружественных» стран.

Большинство крупных брокеров России уже объявило о полном запрете для неквалифицированных инвесторов торговли ценными бумагами компаний «недружественных» стран с 1 октября и отказались от предложенного Центральным банком постепенного введения ограничений.

Учитывая ужесточающиеся ограничения на торговлю резидентами иностранными ценными бумагами (которой, в частности, является и зарегистрированная на Кипре SHL), можно предположить, что большинство российских инвесторов будет вынуждено предпочесть акции SHR.

Возможен ли делистинг SHL с Мосбиржи? Весьма, на наш взгляд. В ходе звонка компания не настаивала на подобном сценарии, но и не исключила его. На наш взгляд, если большая часть из торгуемых в России акций в свободном обращении (free-float) приходится на физлиц, то количество акций, которое может остаться в свободной торговле, будет критично мало, не оправдывая целесообразность сохранения листинга SHL на Мосбирже. Существование данного риска может заставить и квалифицированных инвесторов конвертировать бумагу во вновь создаваемую российскую «дочку» Softline.

На данный момент менеджмент занят разделением активов и «дует на воду» в контексте комплаенса, особо не распространяясь о дальнейших шагах. Однако вся логика действий и основателя, и менеджмента говорит о ставке на максимизацию акционерной стоимости компании.

Можно предположить, что процесс листинга SHR может начаться по завершению первого этапа, т.е. со второй середины ноября. Нельзя исключать, что возможен период, когда активы российских инвесторов будут «заморожены» и непубличны. Хотя и нет юридических гарантий, нет оснований предполагать, что данный период может быть слишком растянут во времени.

Почему реорганизация – это хорошо?

Раскрытие потенциала капитализации через реорганизацию и сегментацию инвесторов Международная компания избавится от связанных с Россией санкционных рисков, что ускорит развитие глобального бизнеса, в частности, посредством слияний и поглощений (M&A) и снимет барьер для вложений в компанию со стороны иностранных инвесторов. Реорганизация минимизирует операционные риски и максимизирует капитализацию двух бумаг, станет катализатором роста даже безотносительно рыночной конъюнктуры.

Softline Global (SHL) войдет в элитный клуб IT-ретейлеров. Оставаясь в Softline Global, инвесторы получают возможность владеть пакетом в одном из самых быстрорастущих и недооцененных международных IT-посредников на развивающихся рынках (IT Bulge Bracket League), наравне с SoftwareONE, Crayon. На развивающихся рынках будут доминировать три-четыре международных и столько же локальных игроков. Не исключено, что рынок приобретет черты олигополии. У Softline есть все шансы укрепить свои позиции в этой элитной лиге. Рост международного сегмента в 1K22 составил 44% г/г, что подтверждает потенциал компании. Более того, компания во 2K22 ожидает

Стратегия **Softline** в России будет корректироваться и с акцентом на IT-услуги, развитие собственных облачных сервисов и даже собственного софта, в рамках масштабного «импортозамещения» в России.

Softline становится центром консолидации IT-специалистов, учитывая класс и репутацию компании (схожие процессы наблюдаются и в **Positive Technologies**). Фактически это можно рассматривать как замену формы M&A: приобретать команды значительно дешевле, нежели бизнес.

роста за пределами России минимум на 30% г/г. Если ранее центр IT-экспертизы компании находился в России, то после ряда приобретений он будет распределен между разными странами, большая роль будет отведена Индии.

Softline Россия станет бенефициаром масштабной перезагрузки рынка IT, увеличит долю рынка Российский IT-рынок вступил в период трансформации, и выиграть от этого могут такие компании как **Softline** и **Positive Technologies**, которые с большой вероятностью увеличат долю на рынке. Масштабная замена софта в России в течение следующих трех лет, рост спроса на IT-услуги внедрение нового программного обеспечения, увеличение прибыльности поставок «железа», уход целых команд IT-специалистов из покинувших Россию иностранных вендоров к отечественным лидерам — все это станет долгосрочными драйверами роста стоимости российского бизнеса. Фактически услуги техподдержки, оказываемые ранее иностранными вендорами, становятся сейчас бизнесом Softline. Компания становится центром консолидации IT-специалистов, учитывая класс и репутацию компании (схожие процессы наблюдаются и в Positive Technologies). Фактически это можно рассматривать как замену формы M&A – приобретать команды значительно дешевле, нежели бизнес. Команда в России выросла до 4500 человек. Из них 2000 человек являются разработчиками ПО, и их количество вырастет до 5000.

Сегмент «железа» является перспективным направлением развития российского бизнеса Softline, так как ожидается ограниченное предложение продуктов программно-аппаратного комплекса в России в связи с уходом с рынка большинства иностранных игроков. По нашим оценкам, данный сегмент может принести компании двухзначную валовую рентабельность, что соответствует средней валовой рентабельности компании за 1K22.

Заявление об ограничении ответственности

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

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

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

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

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

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

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

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

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