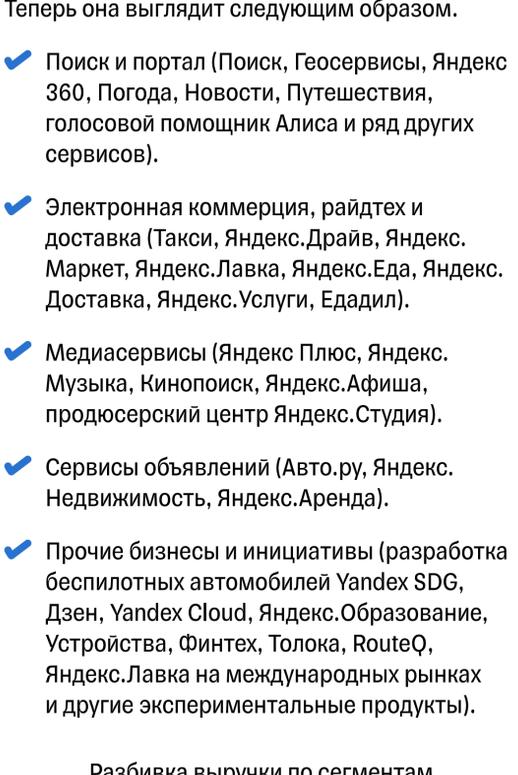


Яндекс

Есть проблемы, но и потенциал развития — тоже

28.04.2022

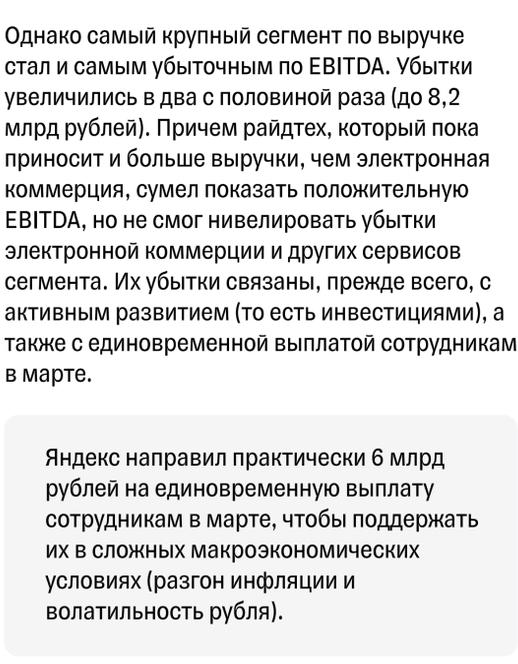
Российский IT-мейджор отчитался за первый квартал. Выручка выросла на 45% год к году (до 106 млрд рублей), а вот скорректированная EBITDA рухнула на 88% (до 1,3 млрд рублей). На смену чистой прибыли пришли убытки (1,3 млрд рублей). Давайте разбираться, в чем тут дело.



Источник: данные компании

Но для начала скажем, что компания внесла изменения в разбивку бизнеса по сегментам. Теперь она выглядит следующим образом.

- ✓ Поиск и портал (Поиск, Геосервисы, Яндекс 360, Погода, Новости, Путешествия, голосовой помощник Алиса и ряд других сервисов).
- ✓ Электронная коммерция, райдтех и доставка (Такси, Яндекс.Драйв, Яндекс.Маркет, Яндекс.Лавка, Яндекс.Еда, Яндекс.Доставка, Яндекс.Услуги, Едадил).
- ✓ Медиасервисы (Яндекс Плюс, Яндекс.Музыка, Кинопоиск, Яндекс.Афиша, продюсерский центр Яндекс.Студия).
- ✓ Сервисы объявлений (Авто.ру, Яндекс.Недвижимость, Яндекс.Аренда).
- ✓ Прочие бизнесы и инициативы (разработка беспилотных автомобилей Yandex SDG, Дзен, Yandex Cloud, Яндекс.Образование, Устройства, Финтех, Толока, RouteQ, Яндекс.Лавка на международных рынках и другие экспериментальные продукты).



Источник: расчеты Тинькофф Инвестиций на основе данных компании

Электронная коммерция, райдтех и доставка (48,1% выручки по итогам первого квартала 2022 года)

Теперь это самый крупный сегмент бизнеса. Выручка сегмента выросла на 61% год к году, что сделало его ключевым драйвером общего роста компании.

Среди сервисов электронной коммерции двигателем роста стал Яндекс.Маркет. Там резко возросло число сторонних продавцов (на 230%), а вместе с этим расширился ассортимент (в 7 раз) и увеличилось число активных покупателей (на 79% год к году и на 10% квартал к кварталу, до 10,8 млн). Доля товарооборота сторонних продавцов на площадке достигла 81% (66% год назад). Более высокая доля сторонних продавцов — больше доходов от комиссий за их размещение на площадке.

Что касается райдтеха, то каршеринг растет медленно, а вот такси — быстро, благодаря увеличению числа поездок и стоимости заказов.

Однако самый крупный сегмент по выручке стал и самым убыточным по EBITDA. Убытки увеличились в два с половиной раза (до 8,2 млрд рублей). Причем райдтех, который пока приносит и больше выручки, чем электронная коммерция, сумел показать положительную EBITDA, но не смог нивелировать убытки электронной коммерции и других сервисов сегмента. Их убытки связаны (то есть инвестициями), а также с одновременной выплатой сотрудникам в марте.

Яндекс направил практически 6 млрд рублей на единовременную выплату сотрудникам в марте, чтобы поддержать их в сложных макроэкономических условиях (разгон инфляции и волатильность рубля).

Поиск и портал (38,5% выручки)

Это теперь второй по значимости сегмент. Выручка сегмента выросла на 25% год к году. Это случилось благодаря развитию рекламных продуктов и технологий, а также благодаря укреплению позиций поисковика. В целом на российском поисковом рынке его доля практически не увеличилась (с 60% до 61%), но на iOS-устройствах она все-таки показала неплохой рост (с 42% до 46%). Среди рекламодателей компания выделяет малый и средний бизнес — именно эти сегменты внесли основной вклад в рост выручки. А вот сегмент крупных клиентов пострадал от ухода многих международных рекламодателей с российского рынка.

«Поиск и портал» остается самым рентабельным сегментом. Он даже показал рост EBITDA на 8%, правда, маржинальность по этому показателю все равно снизилась с 49% до 42%. Это произошло в первую очередь из-за выплаты сотрудникам в марте (без нее маржа была бы на уровне 46,4%), а также из-за расходов на поддержку роста доли поисковика на мобильных устройствах.

Прочие бизнесы и инициативы (6,4% выручки)

Этот сегмент стал третьим по вкладу в общий объем выручки. Рост его выручки составил 51% год к году. Он связан в первую очередь с развитием облачной платформы Yandex Cloud, спрос на которую возрос с уходом многих международных аналогов. Спрос на умные устройства Яндекса также продолжил расти, правда, негативный эффект на темпы роста продаж оказали сбои в поставках, связанные с локдаунами в Китае.

Вместе с тем этот сегмент ожидаемо остается одним из самых убыточных (около 6 млрд рублей убытков по EBITDA). Давят на рентабельность масштабные инвестиции в разработку беспилотных автомобилей, а также увеличение расходов на сотрудников и хостинг.

Медиасервисы (5,1% выручки)

Выручка этого сегмента выросла на 67% год к году. Основным драйвером доходов стали продажи единой подписки на медиасервисы — Яндекс Плюс. Число подписчиков увеличилось на 36% год к году, до 12,2 млн. При этом сегмент по-прежнему остается убыточным (более 3 млрд рублей по EBITDA).

Сервисы объявлений (1,9% выручки)

Выручка выросла на 22% год к году за счет увеличения числа размещений автодилерами (в полтора раза). А вот EBITDA сократилась на 28% из-за расходов на сотрудников (единовременная выплата + расширение штата сервиса Яндекс.Аренда) и маркетинг. При этом сегмент, как и «Поиск и портал», остается прибыльным.

Как мы видим, сервисы компании продолжают активно развиваться, что приводит к росту выручки. При этом развитие требует вложений, что давит на рентабельность бизнеса. В этот раз удар оказался более мощным еще и из-за единовременной выплаты сотрудникам. Так, маржа по скорректированной EBITDA опустилась с 15% до 1,2%. Но могла составить и 6,8%, если бы не выплата. Однако в марте компания уже начала работу по оптимизации расходов и сокращению инвестиций (вкладывать продолжают только в ключевые направления: поисковик, транспорт, электронную коммерцию, облако, образование). Компания также отозвала сделанный ранее финансовый прогноз на 2022 год.

Источник: данные компании

Динамика скорректированной EBITDA

Источник: данные компании

Сегодня компания объявила о продаже Яндекс.Новостей и Яндекс.Дзена другому IT-гиганту — VK.

Что с акциями?

Торги акциями Яндекса класса A на американских биржах (NYSE и Nasdaq) приостановлены. Когда они возобновятся, неизвестно.

Компания рассматривает альтернативные варианты для торговли акциями, в том числе размещение бумаг на другой международной фондовой бирже.

Что касается торгов депозитарными расписками на Мосбирже, то они возобновились 29 марта. Яндекс имеет вторичный листинг на Московской бирже. Сейчас бумаги торгуются в условиях ограниченной ликвидности, так как действует запрет на продажу нерезидентами. Более того, международные расчетные системы для сделок в рублях и торгов бумагами российских компаний закрыты. Поэтому расчеты по сделкам между акционерами, которые приобрели акции Яндекса на бирже Nasdaq, и инвесторами на Мосбирже невозможны.

Отметим, что недавно вступил в силу закон, который обязывает российские компании провести делистинг своих депозитарных расписок на иностранных биржах (за пределами РФ). Но этот закон не касается Яндекса, так как компания зарегистрирована в Нидерландах. Ее обыкновенные акции (не депозитарные расписки) размещены на американской бирже Nasdaq.

В результате приостановки торгов акциями Яндекса на Nasdaq держатели конвертируемых облигаций с погашением в 2025 году на общую сумму \$1,25 млрд получили право потребовать погашения этих облигаций по номиналу и с учетом уже начисленных процентов (купон по этому выпуску — 0,75%). У компании нет таких средств (более 90 млрд рублей). В запасе есть только 88 млрд руб. из них находятся за пределами России, поэтому в случае санкций доступ к ним может быть ограничен. Решения этого вопроса пока нет, компания все еще ведет переговоры с владельцами облигаций.

Ну и что?

Все сегменты бизнеса компании продолжают расти стремительными темпами. Но есть тенденция к замедлению. Например, с уходом крупных рекламодателей рост рекламной выручки, которая вносит существенный вклад в общий объем, снизился с 26% в четвертом квартале 2021-го до 16% в первом квартале 2022-го.

Снижение рентабельности началось еще в том году из-за масштабных инвестиций. В начале 2022-го оно продолжилось и усилилось из-за единовременной выплаты сотрудникам в марте.

По чистой прибыли компания вновь ушла в минус.

У компании есть довольно большая финансовая подушка, но ее может быть недостаточно для погашения обязательств по долларовым облигациям.

В дальнейшем компания может выиграть от ухода иностранных конкурентов и нарастить рыночную долю своих сервисов даже без дополнительной маркетинговой поддержки. Маржинальность также должна повыситься благодаря программе оптимизации затрат и продаже неключевых активов.

С началом геополитического кризиса акции компании потеряли в стоимости уже более 40% и сейчас торгуются с мультипликатором EV/S, равным 2,2х, и EV/EBITDA на уровне 38,6х.

Мы рекомендуем **покупать** акции Яндекса с прицелом на долгосрочный горизонт. Ожидаем восстановления котировок минимум до февральских значений (более 3 000 рублей за акцию).

Аналитический отчет составлен в соответствии с **Методикой оценки ценных бумаг** Тинькофф Банка.

Ценные бумаги и другие финансовые инструменты, упомянутые в данном обзоре, приведены исключительно в информационных целях; обзор не является инвестиционной идеей, советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги и другие финансовые инструменты.

[Весь текст дисклеймера](#)