

## ПАО Светофор

**Светофор – региональный оператор автошкол в Санкт-Петербурге и Ленинградской области, с Федеральным масштабом за счет онлайн-курсов обучения теории вождения, предлагаемых через агентскую сеть**

- Особенности конъюнктуры рынка автошкол затрудняют физическое масштабирование в иные регионы России, однако компания нашла решение для региональной экспансии через предложение онлайн-решений.
- В своей оценке мы исходим из того, что ПАО Светофор действует в сегменте онлайн-образования, что позволяет применять соответствующие методы оценки и мультипликатор.
- Узкая направленность деятельности с одной стороны оказывает сдерживающий эффект на потенциальное масштабирование бизнеса в рамках онлайн-образования, с другой же, помогает ПАО Светофор эффективно управлять себестоимостью и сконцентрироваться на развитии продаж якорного продукта, достигая высоких показателей прибыльности.
- При достижении высоких показателей размера клиентской базы можно ожидать выход компания в новые сегменты/тематики онлайн-образования.
- В рамках данного исследования мы анализируем только **привилегированные акции** ПАО Светофор.

### Ключевые предпосылки прогноза

- Рост рынка сильно зависит от демографии. Мы предполагаем, что потенциальная емкость ограничена текущей демографией и не ожидаем дальнейшего улучшения этого показателя.
- Новый клиентский сегмент «учащиеся старших классов» окажет позитивное влияние на выручку ближайших периодов, но приведет к временному снижению клиентской базы в будущем, пока не стабилизируется новый цикл обучения вождению.
- Мы ожидаем рост российского рынка онлайн-образования сопоставимо мировым трендам, что позволит ПАО Светофор увеличивать клиентскую базу за счет обучающихся офлайн.
- Риск премия за акции на российском рынке будет оставаться на повышенном уровне, но предполагаем, что инвесторы более позитивно будут смотреть на «префы» компании, стабильно показывающей прибыль.

### Риски

- Запрет на поставку коммуникационного оборудования основными производителями в результате санкций может ухудшить качество связи и снизить привлекательность онлайн-образования.
- Значимый пересмотр ПДД, стандартов сертификации поставщиков услуг, необходимость получения новых лицензий может обесценить действующий продукт и приведет к необходимости увеличения расходов на разработку и снижению будущих дивидендов.

## ПАО Светофор

ПЛОЩАДКА РАЗМЕЩЕНИЯ  
**Московская биржа**

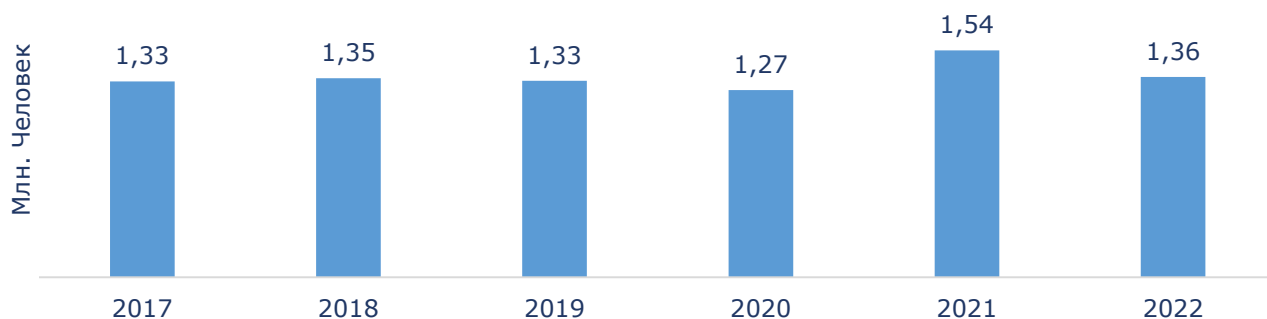
ИНСТРУМЕНТ  
**Привилегированные  
акции**

ЦЕНОВОЙ ДИАПАЗОН  
**47.8 – 53.3**  
руб. за акцию

## Анализ рынка автошкол в России

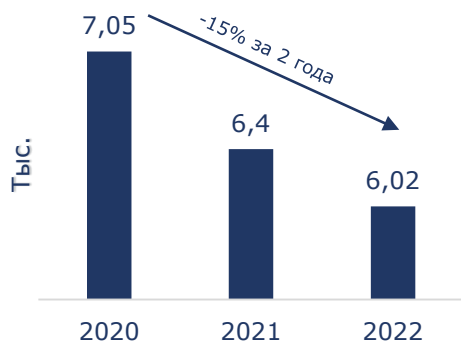
Ежегодно в России водительские права получает более 1,3 млн. человек. Согласно статистике ГИБДД данный показатель достаточно стабилен начиная с 2017 года. Значимые колебания были лишь в 2020 г. по причине Covid-19, когда были введены ограничения, и в 2021 г. из-за отложенного спроса. Мы предполагаем, что количество желающих получить права будет сохраняться примерно на том же уровне в ближайшие годы.

**График 1. Статистика по выдаче водительских прав в России**



Источник: ГИБДД

**График 2. Количество автошкол**

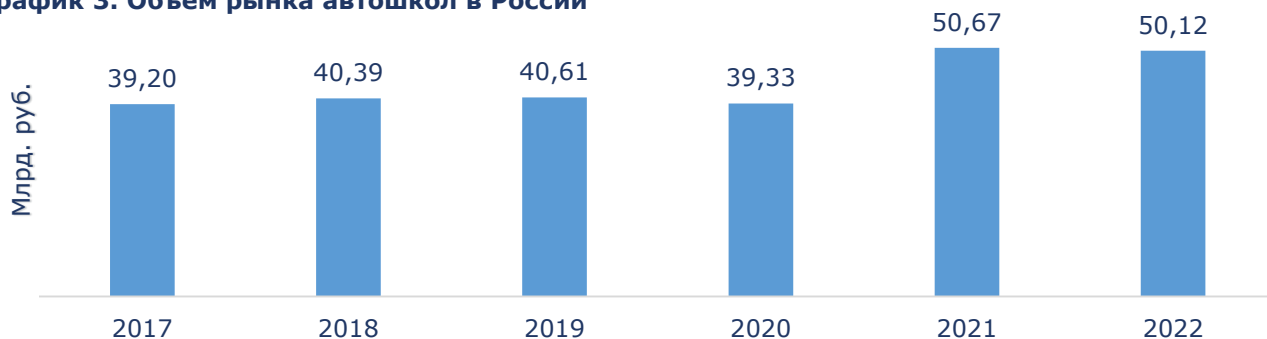


Источник: Контур.Фокус

На сегодняшний день рынок автошкол в России составляет приблизительно 50 млрд руб. Значительный рост относительно 2020 г. вызван в первую очередь увеличением стоимости услуг по обучению. По нашим оценкам, с 2020 по 2022 г. он составил 19%. Мы ожидаем дальнейшего увеличения средней цены обучения в автошколе по причине значительного роста стоимости автомобилей и общего ускорения инфляции. В реальных величинах рынок будет стабилен. При этом отмечаем риск того, что рост затрат на приобретение автомобиля и получение прав могут снизить спрос россиян на обучение в автошколах.

Со стороны предложения на рынке отмечается консолидация и снижение количества игроков. Уходят небольшие несетевые игроки, которые не справляются с ростом операционных расходов и не имеют возможности экономить на масштабе. Стоит отметить тренд на перевод теоретического обучения в онлайн с целью повысить гибкость для клиентов и снизить расходы на аренду помещений и персонал.

**График 3. Объем рынка автошкол в России**



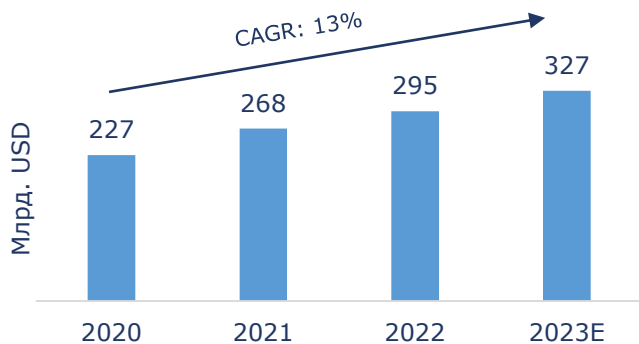
Источник: РБК

Светофор предоставляет услуги по онлайн обучению помимо классических курсов в автошколе. B2C и B2B платформа компании является наиболее перспективным направлением бизнеса в быстрорастущем EdTech сегменте.

## Перспективы развития онлайн образования

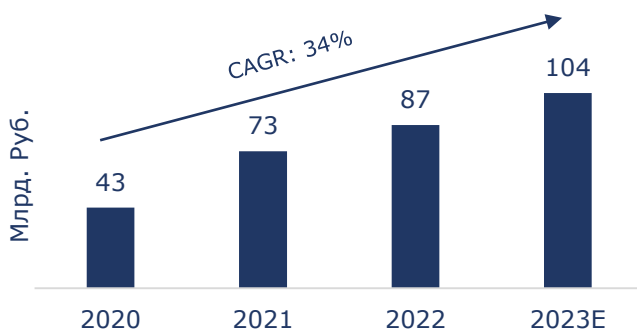
Пандемия Covid-19 дала значительный толчок развитию онлайн образования, которое и без этого росло быстрыми темпами. Общемировой рынок EdTech сегодня оценивается в 327 млрд. USD. CAGR с 2020 г. по 2025 г. прогнозируется на уровне 13%.

**График 4. Мировой рынок EdTech**



Источник: HolonIQ

**График 5. Выручка Топ100 EdTech компаний РФ**

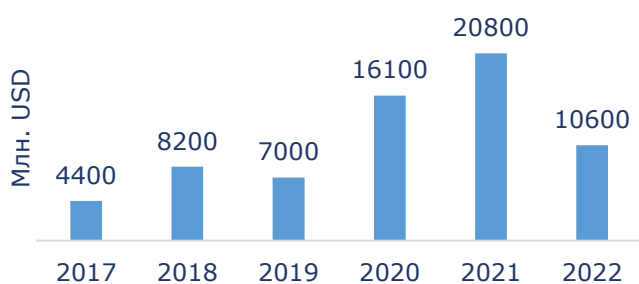


Источник: Smart Ranking, edtechs100

Крупнейшими EdTech рынками являются США, Китай и Индия

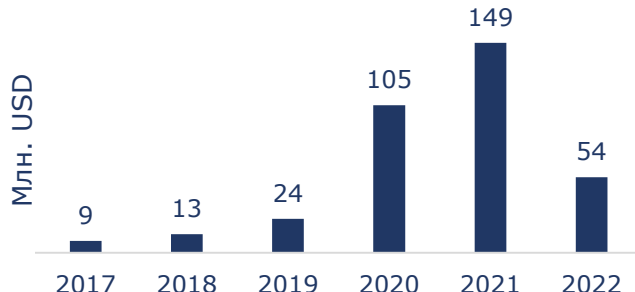
В 2023 г. выручка топ-100 российских компаний в сегменте онлайн образования прогнозируется на уровне более 100 млрд. рублей. При этом весь рынок с учетом малых игроков по данным Нетологии оценивается в 226 млрд. рублей. Несмотря на сложный 2022 г. компании адаптировались к новым реалиям и быстро перестроили процессы и планы по развитию, сохранив быстрый рост на уровне 19%. Мы ожидаем, что темпы роста в ближайшие годы продолжат опережать общемировые, в первую очередь за счет низкой базы. Будут развиваться тренды на поглощение крупными компаниями мелких игроков, сотрудничество EdTech-компаний с вузами и развитие образовательных маркетплейсов.

**График 6. Инвестиции в EdTech, мир**



Источник: HolonIQ

**График 7. Инвестиции в EdTech, РФ**



Источник: Нетология

До 2021 г. около половины всех инвестиций в EdTech приходилось на Китай. Резкое снижение произошло в 2021 г., когда руководство страны объявило об усилении гос. регулирования отрасли.

На 2020-2021 гг. пришёлся пик инвестиций в онлайн образование. При этом в 2022 г. инвестиции как в мире, так и в РФ превысили «доковидные» показатели. Считаем, что в ближайшие несколько лет инвестиции сохранятся на высоких уровнях. В России инвесторы больше будут фокусироваться на прибыльных проектах с верифицированной бизнес-моделью.

## Основные показатели

**>20** тыс  
Более 20 тысяч учеников проходят обучение

**>300**  
Подключено более 300 учебных центров

**66%**  
Доля онлайн-образования в выручке

**0%**  
Ставка налога на прибыль для резидентов Сколково

## Факторы привлекательности



Новые клиентские сегменты



Общий рост рынка онлайн-образования



Светофор VR – новый образовательный инструмент

Источник: данные менеджмента

## О Компании

Кооператив Светофор был основан в 1989 году и стал первой коммерческой компанией, оказывающей услуги по подготовке водителей. С 2021 года является публичным акционерным обществом.

Основным бизнесом является оказание образовательных услуг по подготовке водителей с помощью интерактивных курсов на базе собственной IT-платформы. Это позволяет эмитенту работать как напрямую с клиентами (преимущественно в домашнем регионе), так и через агентов (федеральный уровень).

Ежегодно порядка 20 тысяч клиентов проходят обучение в 300 учебных центрах. В 2022 году компания согласовала возможность предлагать учащимся старших классов Санкт-Петербурга проходить обучение по своим курсам (ранее было разрешено сдавать теоретический экзамен на права с 16 лет). Муниципальные администрации заинтересованы в сотрудничестве, так как продукт компании помогает повысить осведомленность учащихся о ПДД, т.е. имеет социальную направленность.

Важной точкой роста является новый продукт «Светофор VR» - использование технологий виртуальной реальности в образовательных целях, что позволяет учащимся лучше прочувствовать изучаемый материал, а также усиливает вовлеченность.

ПАО Светофор является резидентом Фонда «Сколково», что позволяет использовать нулевую ставку налога на прибыль.

## Стратегия

ПАО Светофор делает ставку на агрессивный рост продаж через агентскую сеть. Несмотря на то, что рынок крайне фрагментирован, менеджмент ставит амбициозную цель занять 15% рынка, что выглядит вероятным в связи с трендом на консолидацию отрасли.

Эмитент ведет активную исследовательскую деятельность по улучшению действующих продуктов и улучшения качества образовательного процесса. Тем не менее мы считаем, что новая фаза инвестиционного процесса не окажет негативного влияния на возможность платить дивиденды.

## О компании. Финансовые показатели

В последние три года, как и весь рынок, бизнес эмитента находился в состоянии турбулентности. Однако мы видим, что 2020 год, когда спрос на онлайн-образование достиг пика, стал для компании по-настоящему успешным, что стимулировало менеджмент инициировать инвестиционную стратегию. Ее результат хорошо виден уже в 2022 году, когда несмотря на падения выручки более чем на треть бизнес все равно оставался прибыльным.

Таблица 1		Факт			Прогноз			
Показатель	ед. изм.	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Выручка	млн руб.	318.6	472.5	310.7	736.3	957.2	1 196.5	1 459.7
<i>прирост</i>	%		48%	-34%	137%	30%	25%	22%
Себестоимость	млн руб.	-175.5	-416.6	-248.9	-492.3	-615.4	-750.7	-900.9
<i>прирост</i>	%		137%	-40%	98%	25%	22%	20%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>млн руб.</b>	<b>143.1</b>	<b>56.0</b>	<b>61.8</b>	<b>244.0</b>	<b>341.8</b>	<b>445.8</b>	<b>558.8</b>
<i>прирост</i>	%	0%	-61%	10%	295%	40%	30%	25%
SG&A	млн руб.	-59.9	-39.5	-21.4	-42.9	-50.2	-56.4	-62.0
Операционная прибыль	млн руб.	83.2	16.5	40.4	201.1	291.7	389.3	496.9
<i>прирост</i>	%		-0.8	1.5	4.0	0.5	0.3	0.3
Чистый процентный расход	млн руб.	-12.3	-16.6	-19.5	-19.8	-12.6	-5.4	0.0
Прочие доходы	млн руб.	0.9	8.6	14.0	23.3	30.2	37.8	46.1
Прочие расходы	млн руб.	-13.7	-7.2	-9.2	-21.7	-28.2	-35.3	-43.0
Прибыль до налога	млн руб.	58.1	1.3	25.6	182.9	281.1	386.4	499.9
<i>прирост</i>	%		-98%	1935%	613%	54%	37%	29%
Gross Profit margin	%	45%	12%	20%	33%	36%	37%	38%
Operating profit margin	%	26%	3%	13%	27%	30%	33%	34%
Net profit margin	%	18%	0%	8%	25%	29%	32%	34%

В дальнейшем менеджмент ожидает значительный рост за счет нового клиентского сегмента (учащиеся старших классов) и нового продукта (Светофор-VR). Потенциал этой стратегии видно уже по данным первого полугодия 2023: выручка за первые 6 месяцев превысила показатели 6 месяцев 2022 почти на 77%, и достигла 281.5 млн руб. При этом основной рост придется на начало нового учебного года, т.е. 3 и 4 квартал. Мы консервативно оцениваем, что по итогам года выручка превысит 736 млн руб., при более скромном росте издержек. Таким образом, в 2023 году ПАО Светофор выйдет на стадию зрелости по финансово-операционным показателям, но сможет сохранить высокие темпы роста благодаря высокой емкости рынка.

Согласно проспекту эмиссии, владельцы привилегированных акции могут претендовать не менее чем на 18% чистой прибыли общества, либо получить дивиденды равные выплатам по обыкновенным акциям. При этом на «префы» приходится примерно 10% акционерного капитала.

## Оценка

В оценке мы исходим из следующих предпосылок:

- Рост клиентской базы на 30% с последующим замедлением до 10%, рост за пределами прогнозного периода выше номинального роста ВВП – 8.0%, т.к. сектор быстрорастущий.
- На протяжении прогнозного периода компании не потребуется проводить масштабную инвест. Программу.
- Коэффициент выплаты дивидендов для привилегированных акций будет постепенно увеличиваться с 18% по итогам 2023 до 45% в 2026, что позволяет сохранить небольшой резерв в случае более низких показателей роста.

Таблица 2	Оценка	Комментарий
Безрисковая ставка	11.8%	Доходность к погашению ОФЗ на всем участке кривой (на 13.09.2023)
Премия за рыночный риск (Equity risk premium)	10.0%	Мы используем оценку ERP=14.2, рассчитанную statista.com на 2022 год в , 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 10.0%
Бета	1.0x	Акции компании находятся на публичном рынке сравнительно недавно, но двигались сонаправленно широкому рынку. Мы не отмечаем наличие специфического спроса на подобные инструменты, поэтому полагаем, что акции эмитента будут двигаться вместе с индексом
Премия за ликвидность	3.0%	Наша априорная оценка премии за ликвидность для компаний с низкими среднедневными оборотами, но уже имеющая историю торгов
Премия за специфический риск эмитента	-3.0%	Привилегированные акции имеют нижний уровень доходности от чистой прибыли, поэтому предполагаем, что потенциальный инвестор будет оценивать это как фактор снижения риска
<b>Итого стоимость акционерного капитала</b>	<b>21.8%</b>	

Таблица 3	ед. изм.	Прогноз			
		2023	2024	2025	2026
Коэффициент выплаты дивидендов для ПА	%	18%	40%	45%	45%
Доля ПА в капитале	%	10%	10%	10%	10%
Дивидендный поток по ПА	млн руб.	3.3	11.2	17.4	22.5
Количество акций	млн штук	2.5	2.5	2.5	2.5
Дивиденд на одну ПА	руб.	1.3	4.5	7.0	9.1
Дисконтированный дивиденд на одну ПА	руб.	1.2	3.4	4.3	4.5
TV	руб.	78.0			
Дисконтированная TV	руб.	39.1			
<b>Оценка</b>	<b>руб.</b>	<b>52.5</b>			

		Требуемая доходность на акционерный капитал				
		20%	21%	22%	23%	24%
Рост дивидендов в постпрогнозный период	5.0%	47.4	46.2	45.0	43.9	42.8
	6.5%	51.7	50.3	49.0	47.8	46.5
	8.0%	57.0	55.5	54.1	52.7	51.3
	9.5%	63.9	62.2	60.5	58.9	57.4
	11.0%	73.0	71.0	69.1	67.3	65.5

## Сравнительный анализ по мультипликаторам

Анализ открытых и непубличных источников показал, что при совершении сделок на рынке EdTech применяются мультипликаторы к выручке за последние 12 месяцев и P/E.

Кроме того мы обнаружили небольшой дисконт EdTech сегмента к широкому рынку по мультипликатору P/E. Однако большинство акций в этом сегменте – обыкновенные, поэтому помимо дисконта мы применили премию для привилегированных акций 10% к обыкновенным акциям.

**Таблица 4. Оценка по мультипликатору EV/Revenue (LTM)**

Год	Стартап	EV/Revenue (LTM)
2021	Netology	2,0-3,0x
2020	GeekBrains	2,0-3,0x
2019	Skillbox	3x
2020	Uchi.ru	5x
2020	SkyEng	1,5-2,0x
2020	SkillFactory	3,0-3,5x
2019	Algoritmika	5,0-6,0x
<b>Среднее значение</b>		<b>3,4x</b>
<b>Медианное значение</b>		<b>3,0x</b>
Выручка ПАО Светофор LTM		433
EV		1 299-1 472
Чистый долг		151
Доля ПА		10%
Equity value ПА		114.8-132.1
Количество акций		2.48 млн штук
<b>Цена за акцию, руб.</b>		<b>46.3-53.3</b>

**Таблица 5. Оценка по мультипликатору Forward P/E**

Компания	P/E	
	2022	2023E
Pearson	17,9	16,9
Chegg	19,3	17,1
Grand Canyon Education	16,0	14,9
PowerSchool	19,2	16,8
Instructure	23,8	20,8
Stride	17,1	16,5
<b>Среднее значение</b>	<b>18,9</b>	<b>17,2</b>
S&P 500 Index	21,5	20,5
<b>Дисконт EdTech относительно S&amp;P 500</b>	<b>-12,3%</b>	<b>-16,2%</b>
IMOEX Forward P/E	4.8	
Дисконт EdTech относительно S&P 500	-14%	
EdTech P/E	4.1	
Прибыль на конец 2024, млн руб.	281	
Equity value, млн руб.	1 152	
Доля ПА	10%	
Премия за «префы»	10%	
Value ПА	127	
Количество акций, млн штук	2.48	
<b>Цена за акцию, руб.</b>	<b>51.1</b>	

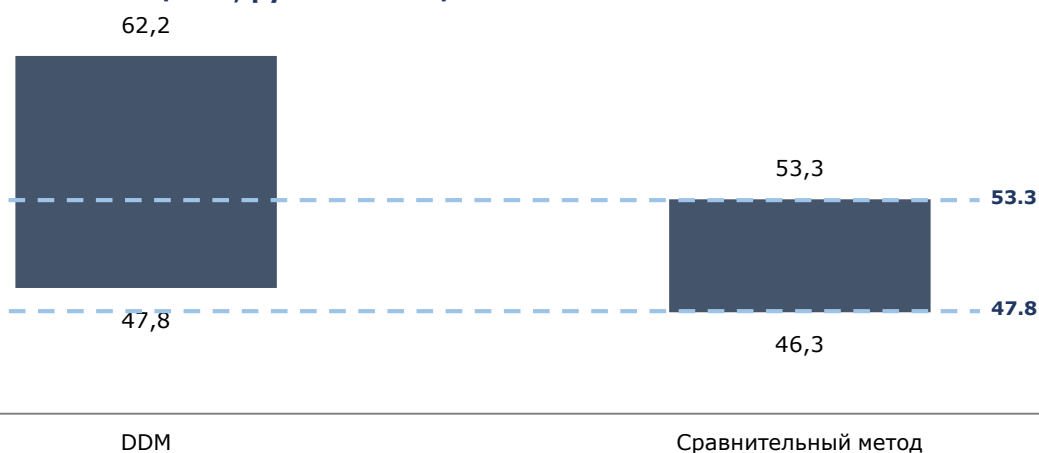
## Итоги

Мы считаем справедливой оценку привилегированных акций ПАО Светофор в диапазоне 47.8-53.3 рубля за акцию.

### Факторы привлекательности:

- ✓ Эмитент является сильным региональным игроком офлайн и имеет сильное федеральное присутствие в онлайн сегменте
- ✓ Сильная управленческая команда
- ✓ Новые продукты и клиентские сегменты
- ✓ Эмитент действует на быстрорастущем и маргинальном рынке
- ✓ Компания завершила свои основные инвестиционные проекты и находится в стадии максимизации прибыли

График 8. Итоговая оценка, рублей за акцию



### Факторы риска:

- **Технологический.** Ограничение доступа к коммуникационным технологиям может ограничить дальнейший рост эмитента в онлайн сегменте.
- **Регуляторные риски.** Рынок автошкол является предметом многочисленных лицензионных требований и требует затрат на отношения с региональными властями, для продолжения экспансии.
- **Риск конкуренции.** Хотя рынок онлайн-образования и автошкол находится в стадии консолидации, сам продукт не является слишком сложным для повторения и может привести новых участников в этот сегмент, ограничив возможности увеличения цен.

## 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». Все права защищены. Информация и мнения, представленные в данном материале, подготовлены специалистами компании АО ИФК «Солид». Полное или частичное предоставление материалов третьим лицам возможно в случаях и на условиях, определенных законодательством. Настоящая информация не может рассматриваться в качестве публичной оферты. АО ИФК «Солид», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционное решение клиента, основанное на информации, содержащейся в данном материале.

АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность представленной в настоящем материале информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Размещенная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер, может не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, инвестиционным целям. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов.

Лицензии на осуществление: - брокерской деятельности – № 045-06790-100000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г. без ограничения срока действия; - дилерской деятельности – № 045-06793-010000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г. без ограничения срока действия; - деятельности по управлению ценными бумагами – № 045-06795-001000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г. без ограничения срока действия; - депозитарной деятельности – № 045-06807-000100, выдана ФКЦБ России 27 июня 2003 г. без ограничения срока действия.

Ознакомиться с правовой информацией можно здесь: <https://solidbroker.ru/disclaimer/>