

Тикер	SOFL
Статус	BUY
Последняя цена	71
Целевая цена	125
Потенциал	73%

Контакты

Александр Сайганов

Head of Research

a.sayganov@invest-heroes.ru

Степан Репин

Senior Analyst

s.repin@invest-heroes.ru

Softline: Краткий обзор инвест-кейса компании и обновление целевой цены

Основные тезисы

Ранее мы отзывали оценку акций Софтлайн для уточнения актуальности инвест-кейса компании. Мы провели полный анализ бизнес-модели группы и обновили финансовые прогнозы.

Мы снижаем целевую цену акций Софтлайн на горизонте года со 141 до 125 руб./акцию (потенциал роста – 73%) и сохраняем рекомендацию покупать.

Отметим, что реализация потенциала роста возможна ближе к 2027 г., когда отложенный спрос на российское ПО и ИТ-услуги будет восстанавливаться на фоне смягчения ДКП. А пока спрос со стороны заказчиков остается слабым, все ИТ-игроки, в т.ч. Софтлайн, менее привлекательны, чем эмитенты из других отраслей.

Важно учитывать риски в инвест-кейсе Софтлайн:

- Замедление темпов роста оборота, и как следствие потеря компанией доли на рынке;
- Снижение рентабельности в результате ускоренного роста расходов на персонал;
- Сохранение отрицательного FCF дольше, чем мы ожидаем, и как следствие, рост долговой нагрузки;
- Отказ от выплаты дивидендов;
- Неопределенность в действиях мажоритарных акционеров.

В обновленном прогнозе по компании мы пересмотрели предпосылки по операционным и капитальным расходам, а также уточнили прогноз по инвестициям в оборотный капитал.

Мы ожидаем, что 2026 г. станет для компании годом экономии. Активная программа M&A приостановлена, капитальные расходы также, по нашей оценке, будут сокращены в 2026 г. Оптимизация операционных расходов и дальнейший рост валовой рентабельности на фоне увеличения доли собственных более маржинальных решений, позволит нарастить рентабельность EBITDA. Это наряду со снижением капитальных расходов и инвестиций в оборотный капитал, выведет Софтлайн на околонулевого FCF по итогам 2026-2027 г.

Положительный FCF позволит компании постепенно гасить долг, тем самым снижая риски дефолта и нагрузку на чистую прибыль. Начиная с 2027 г. Софтлайн, по нашему прогнозу, может выплатить первый дивиденд в размере 1 млрд руб. или 2.6 руб./акцию (4% див. доходность).

Подробнее далее в отчете.

Обзор бизнеса

Оборот

Оборот группы по итогам 2025 г. вырос на 9% г/г до 132 млрд руб., что было ниже гайденса компании на уровне 150+ млрд руб. Отметим, что менеджмент объяснил это срывом поставок оборудования из Китая в 4 кв. 2025 г. Ожидается, что недополученный доход реализуется в начале 2026 г.

Рост оборота группы в 2025 г. был ниже роста всего ИТ-рынка на уровне 12% г/г. В отдельных сегментах рынка, как прикладное ПО (+14% г/г), облачные услуги и ЦОД (+31% г/г), рынок кибербезопасности (+12% г/г) Софтлайн рос медленнее рынка, что говорит о частичной потере его доли. Мы это связываем с менее привлекательным для заказчиков качеством услуг и продукта, чем у конкурентов. При этом рост в сегменте собственных решений по итогам 2025 г. составил 22% г/г благодаря ряду М&А сделок, в т.ч. приобретению производства лазеров в конце 2024 г. (без М&А рост составил бы 9% г/г).

Динамика оборота Софтлайн, млрд руб.



Источник: компания, Invest Heroes

Структура ИТ-рынка в 2025 г., %



Источник: Strategy Partners, Б1, iKS-Consulting, ЦБС, Эйлер

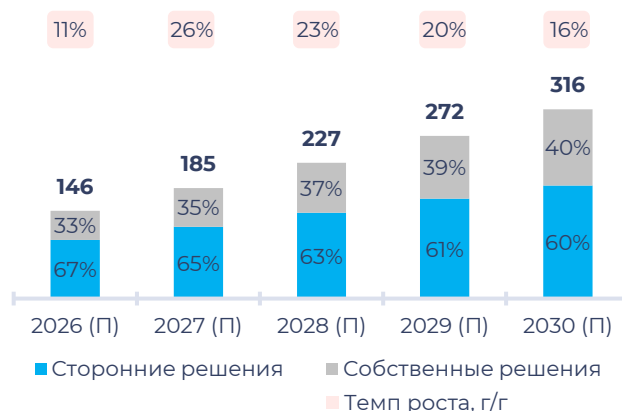
Мы ожидаем, что в 2026 г. темп роста оборота продолжит замедляться как на фоне сохранения слабого спроса со стороны заказчиков, так и на фоне снижения активности М&А. В базовом сценарии мы не ожидаем сделок в 2026 г. Динамика роста оборота группы в этом году будет полностью отражать эффективность прошлых приобретений и способность продукта группы конкурировать за бюджеты заказчиков.

По нашему прогнозу оборот Софтлайн в 2026 г. вырастет на 11% г/г до 146 млрд руб.

В 2027 г. оборот может вырасти на 26% г/г. Драйверами будут служить: восстановление отложенного спроса, необходимость обновления устаревшего оборудования и ПО, требования по импортозамещению и переходу компании из сферы КИИ на российский софт.

CAGR оборота в 2026-2030 гг. ожидаем на уровне 19% в год, что выше среднегодового роста российского ИТ-рынка (13%) до 2030 г.

Прогноз оборота Софтлайн, млрд руб.



Источник: Invest Heroes

Обзор бизнеса

Валовая прибыль и EBITDA

Валовая прибыль в 2025 г. выросла на 28% г/г до 47 млрд руб., рентабельность выросла до 36% с 30% годом ранее. Основной вклад вносит рост доли собственных решений, рентабельность которых по итогам 2025 г. составила 75% против 17% у сторонних решений.

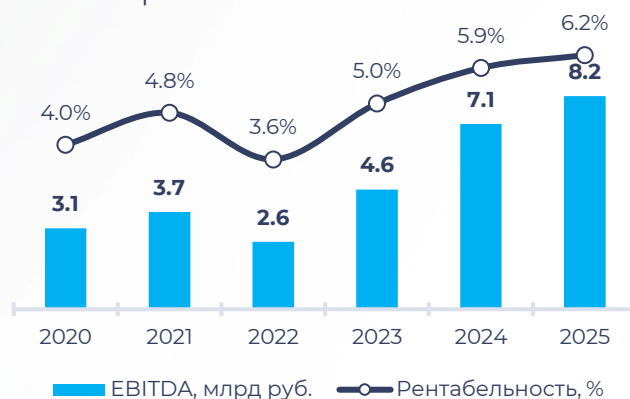
EBITDA в 2025 г. выросла на 15% г/г до 8.2 млрд руб., что было ниже гайденса компании на уровне 9-10.5 млрд руб. в основном из-за более низкого оборота, чем ожидалось. Частично снижение оборота в 2025 г. компенсировало рост валовой прибыли.

Валовая рентабельность, % от оборота



Источник: компания, Invest Heroes

EBITDA и рентабельность EBITDA % от оборота



Источник: компания, Invest Heroes

Основной статьёй расходов в составе OPEX являются расходы на персонал (86% от OPEX по итогам 2025 г.). Компания старается оптимизировать расходы, в результате чего на конец 2025 г. численность персонала сократилась на 5% г/г, темп роста зарплат в 2025 г., по нашей оценке, составил 16% г/г против 17% г/г в 2024 г.

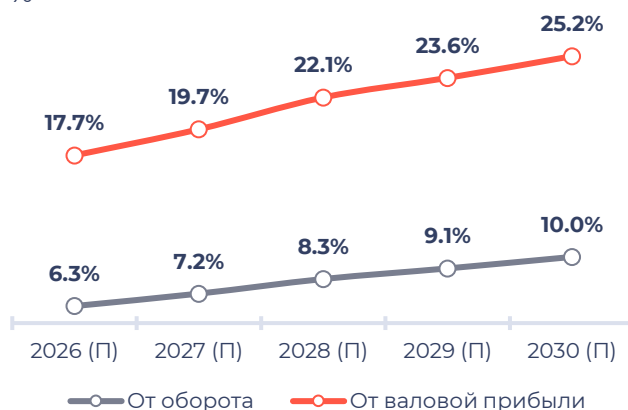
Мы ожидаем, что Софтлайн в 2026 г. продолжит сокращение штата, в т.ч. количества разработчиков. По нашему прогнозу штат снизится еще на 8% г/г, рост зарплат составит 18% г/г. Это позволит компании удержать OPEX на уровне 30% от оборота. Дальнейший рост доли собственных решений в обороте будет способствовать увеличению валовой рентабельности по группе.

Выручка, валовая прибыль и EBITDA, млрд руб.



Источник: компания, Invest Heroes

Рентабельность EBITDA, %



Источник: компания, Invest Heroes

Обзор бизнеса

FCF и долговая нагрузка

Последние 5 лет компания работала с отрицательным FCF, что вынуждало ее привлекать долг. Долговая нагрузка Чистый долг / EBITDA в среднем за год выросла с 1x до 2x. Менеджмент был вынужден проводить ряд SPO, а также привлекать стратегических акционеров в виде Банка Синары и Фонда Сколково для получения доп. финансирования.

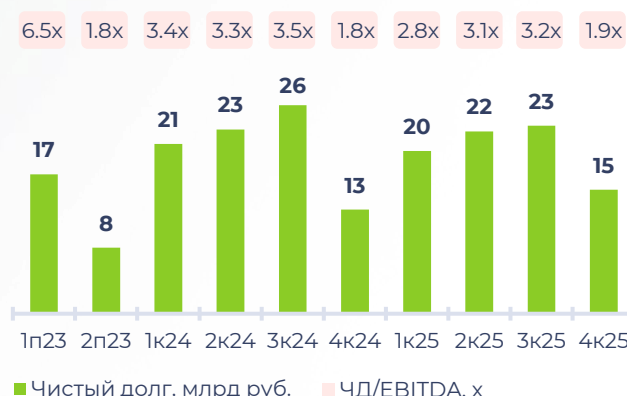
Процентные расходы по итогам 2025 г. составили рекордные 57% от EBITDA против 53% в 2024 г. В следствие этого динамика чистой прибыли была негативной.

Прибыль и финансовые расходы, млрд руб.



Источник: компания, Invest Heroes

Динамика чистого долга, млрд руб.

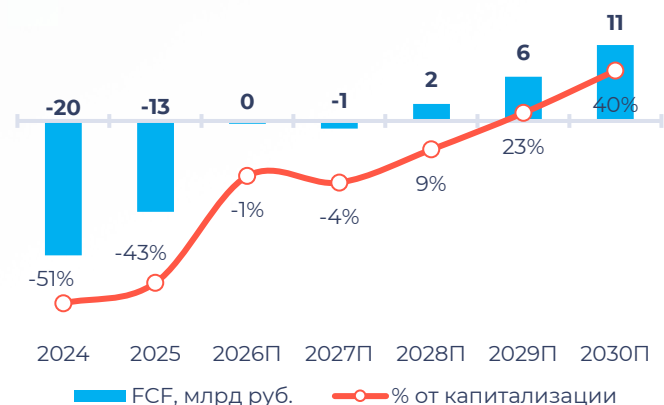


Источник: компания, Invest Heroes

В новом прогнозе мы ожидаем, что стратегия Софтлайн в 2026 г. изменится. После 4 лет активных инвестиций настает период экономии, вызванный ужесточением ДКП и, как следствие, снижением спроса со стороны заказчиков, а также вызванный ростом долговой нагрузки и возросшими финансовыми расходами.

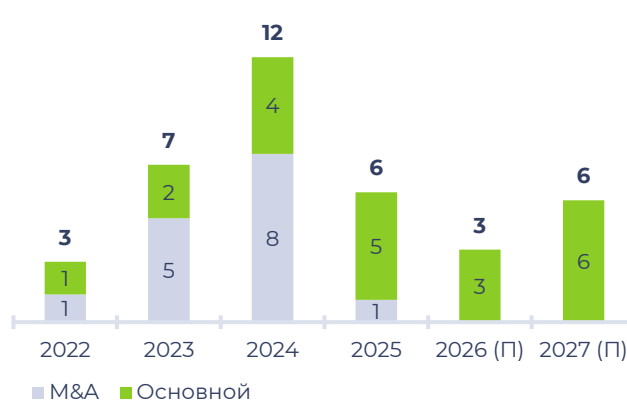
По нашему прогнозу, Софтлайн продолжит снижать операционные расходы, в т.ч. ФОТ за счет сокращения персонала и закрытия убыточных и неэффективных направлений. Ожидаем, что компания сократит капитальные расходы и инвестиций в оборотный капитал. Это позволит по итогам 2026 г. заработать околонулевым FCF и не наращивать долговую нагрузку. Дальнейший рост валовой рентабельности поддержит рентабельность EBITDA и рентабельность чистой прибыли.

Свободный ден. поток и доходность, % от капитализации



Источник: компания, Invest Heroes

Капитальные расходы, млрд руб.



Источник: компания, Invest Heroes

Обновление целевой цены

Мы снижаем целевую цену акций Софтлайн на горизонте года со 141 до 125 руб./акцию (потенциал роста – 73%) и сохраняем рекомендацию покупать.

Отметим, что реализация потенциала роста возможна ближе к 2027 г., когда отложенный спрос на российское ПО и ИТ-услуги будет восстанавливаться на фоне смягчения ДКП. А пока спрос со стороны заказчиков остается слабым, все ИТ-игроки, в т.ч. Софтлайн, менее привлекательны, чем другие отрасли.

Важно учитывать риски в инвест-кейсе Софтлайн:

- Замедление темпов роста оборота, и как следствие потеря компанией доли на рынке;
- Снижение рентабельности в результате ускоренного роста расходов на персонал;
- Сохранение отрицательного FCF дольше, чем мы ожидаем, и как следствие, рост долговой нагрузки;
- Отказ от выплаты дивидендов;
- Неопределенность в действиях мажоритарных акционеров.

Взгляд на компанию

Ожидаем, что кластеризация группы поможет менеджменту более эффективно управлять группой. А вывод в будущем кластера Fabrica ONE на IPO даст возможность раскрыть акционерную стоимость. По нашему мнению, этот кластер является наиболее перспективным во всей группе Софтлайн.

Мы ожидаем, что с 2027 г. спрос со стороны заказчиков начнет восстанавливаться в результате смягчения ДКП и накопившейся проблем с устаревшим оборудованием и ПО. При этом 2028 г. станет особенным: аналитики из Euler отмечают, что к осени 2026 г. должна быть сформирована новая регуляторная база: правительство составит списки значимых объектов КИИ, которые должны будут перейти на российское ПО до 1 января 2028 г., а за несоблюдение новых требований предполагается, в частности, введение оборотных штрафов. Данные меры должны будут поддержать спрос на отечественные ИТ решения.

Мы осторожно смотрим на компанию. Для нас важно увидеть, как она пройдет 2026-2027 гг.: сможет ли группа Софтлайн расти быстрее рынка и при этом оставаться прибыльной, насколько значительной будет синергия прошедших 25+ сделок M&A, насколько компании поможет сотрудничество с фондом Сколково.

Софтлайн остается одним из крупнейших технологических холдингов в России, и пока рынок ИТ в нашей стране остается сильно фрагментированным, возможности для консолидации значительные.

Приложение

Важнейшие финансовые показатели

	Ед. изм	2024	2025	2026 (П)	2027 (П)	2028 (П)	2029 (П)	2030 (П)
Оборот	млрд руб.	121	132	146	185	227	272	316
Темп роста, г/г	%	32%	9%	11%	26%	23%	20%	16%
Валовая прибыль	млрд руб.	37	47	52	68	86	105	126
Рентабельность	%	30.4%	35.6%	35.6%	36.8%	37.8%	38.8%	39.7%
ЕБИТДА	млрд руб.	7	8	9	13	19	25	32
Рентабельность	%	5.9%	6.2%	6.3%	7.2%	8.3%	9.1%	10.0%
Чистая прибыль	млрд руб.	4	0	1	4	8	13	18
FCF	млрд руб.	-20	-13	0	-1	2	6	11
Доходность	%	-51%	-43%	-1%	-4%	9%	23%	40%
DPS	руб.	0	0	0	3	3	6	10
Доходность	%	0%	0%	0%	4%	4%	9%	14%
EV/ЕБИТДА	x	8.1x	6.5x	5.3x	3.6x	2.5x	1.9x	1.5x
P/E	x	10.5x	107.3x	27.4x	7.2x	3.4x	2.1x	1.5x
ЧД/ЕБИТДА	x	1.5x	1.8x	1.7x	1.3x	0.8x	0.5x	0.2x

Источник: данные компании, Invest Heroes

Кластерная структура группы



Кластер Fabrica ONE AI – первый в очереди на публичное размещение акций.
Источник: компания, Invest Heroes

В структуре группы менеджмент выделяет 3 кластера: Fabrica ONE AI (со специализацией на ПО, ИИ, заказной разработке), СФ Тех (лазерный бизнес, промышленные установки, производство оборудования и компьютеров) и цифровые решения, в которые входят в сегмент сторонних услуг группы по дистрибуции и интеграции.

ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Упомянутые в аналитическом отчете финансовые инструменты могут не подходить соответствующему лицу. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.