



МОСКОВСКИЕ ПАРТНЕРЫ

JETLEND. ЛИДЕР РЫНКА КРАУДЛЕНДИНГА

Аналитический отчет перед IPO

25.02.2025

Москва

ОГЛАВЛЕНИЕ

Инвестиционное резюме	1
Обзор рынка краудфандинга	2
Российский рынок краудфандинга: перспективы краудлендинга	2
Позиция компании на рынке	5
Обзор финансовых и операционных показателей	6
Операционные и финансовые метрики	6
Риски	10
Стоимостная оценка	12
Сценарии для оценки стоимости	12
Оценка: результаты DCF модели	13

ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ

JetLend (далее – «Компания») – ведущая краудлендинговая FinTech-платформа, которая предоставляет своим клиентам комплексное FinTech-решение для финансирования малого и среднего бизнеса напрямую, минуя финансовых посредников. Доля на рынке краудлендинга по совокупному объему сделок за 2023 г. превышает 45%.

По состоянию на осень 2024 г. на платформе Компании более 60 тыс. активных инвесторов, при этом, портфель займов составляет порядка 10 млрд руб. Совокупный объем сделок, совершенных на платформе за все время, превышает 25 млрд руб.

Был проведен инвестиционный анализ деятельности Компании, на базе которого была построена модель дисконтированных денежных потоков(DCF) с целью определения справедливой цены. Equity value Компании, согласно нашим оценкам, находится в диапазоне 7,7 – 9,6 млрд руб.

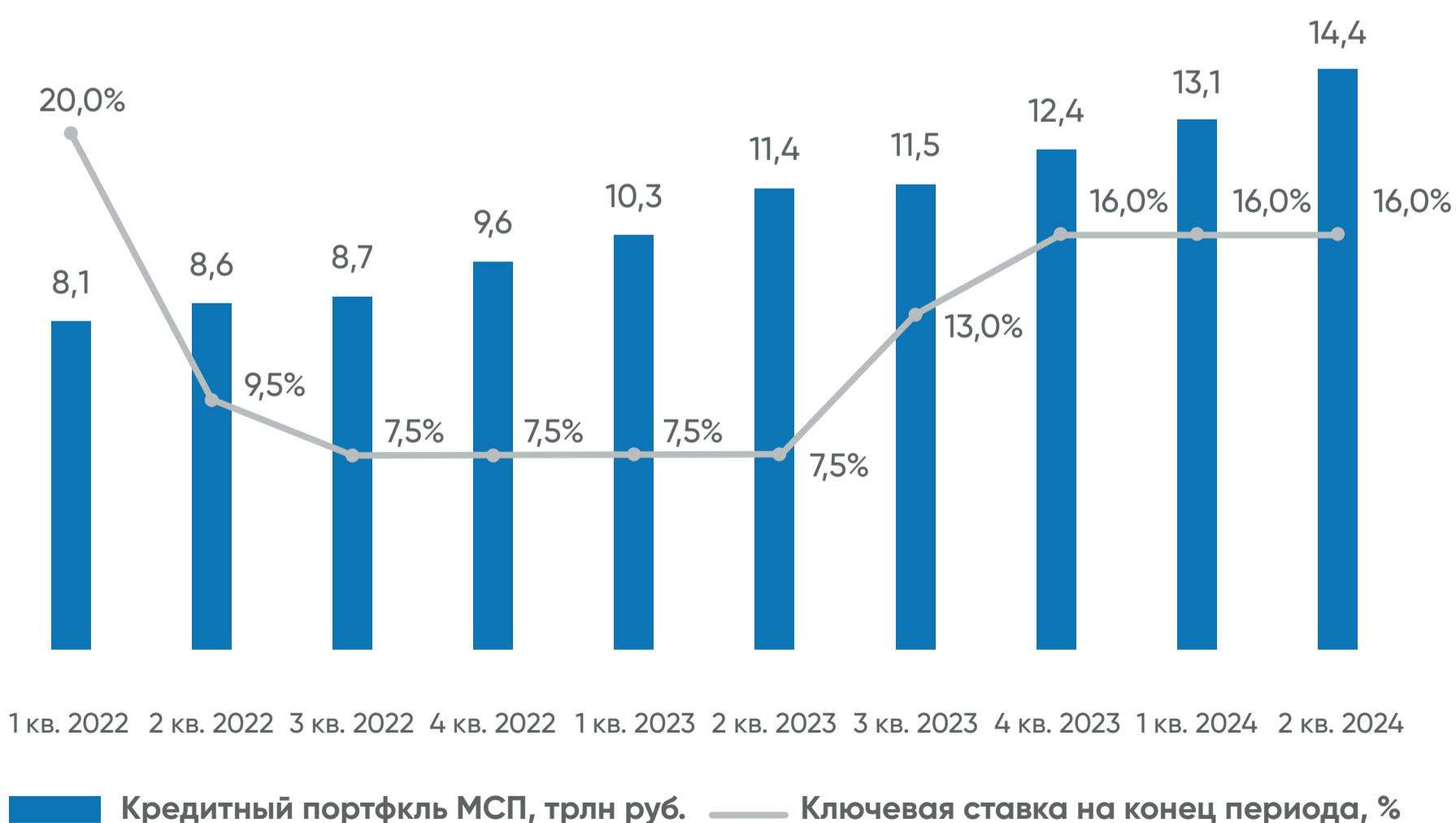
РОССИЙСКИЙ РЫНОК КРАУДФАНДИНГА: ПЕРСПЕКТИВЫ КРАУДЛЕНДИНГА

Под термином краудфандинг понимается метод финансирования инвестиционных проектов, при котором денежные средства собираются через операторов инвестиционных платформ (ОИП). Краудфандинг подразделяется на 2 основных сегмента: краудлендинг и краудинвестинг. Первый сегмент является наиболее популярным. Деятельность ОИП регулируется Банком России и 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Более простая процедура скоринга, а также низкие транзакционные издержки делают сегмент краудлендинга наиболее привлекательным для малого и среднего предпринимательства. По данным отчета Банка России, около 89% привлеченных средств на ОИП в 1 кв. 2024 г. приходилось на субъекты МСП. Наибольшую активность проявляют микропредприятия и малые предприятия, образуя 89 и 8% объемов привлеченных средств МСП соответственно.

Даже несмотря на жесткую денежно-кредитную политику, проводимую Банком России, кредитный портфель МСП продолжает свой рост. Среднегодовой темп роста в период с 1 кв. 2022 по 2 кв. 2024 г. составил 29%, а сам портфель вырос практически на 80%.

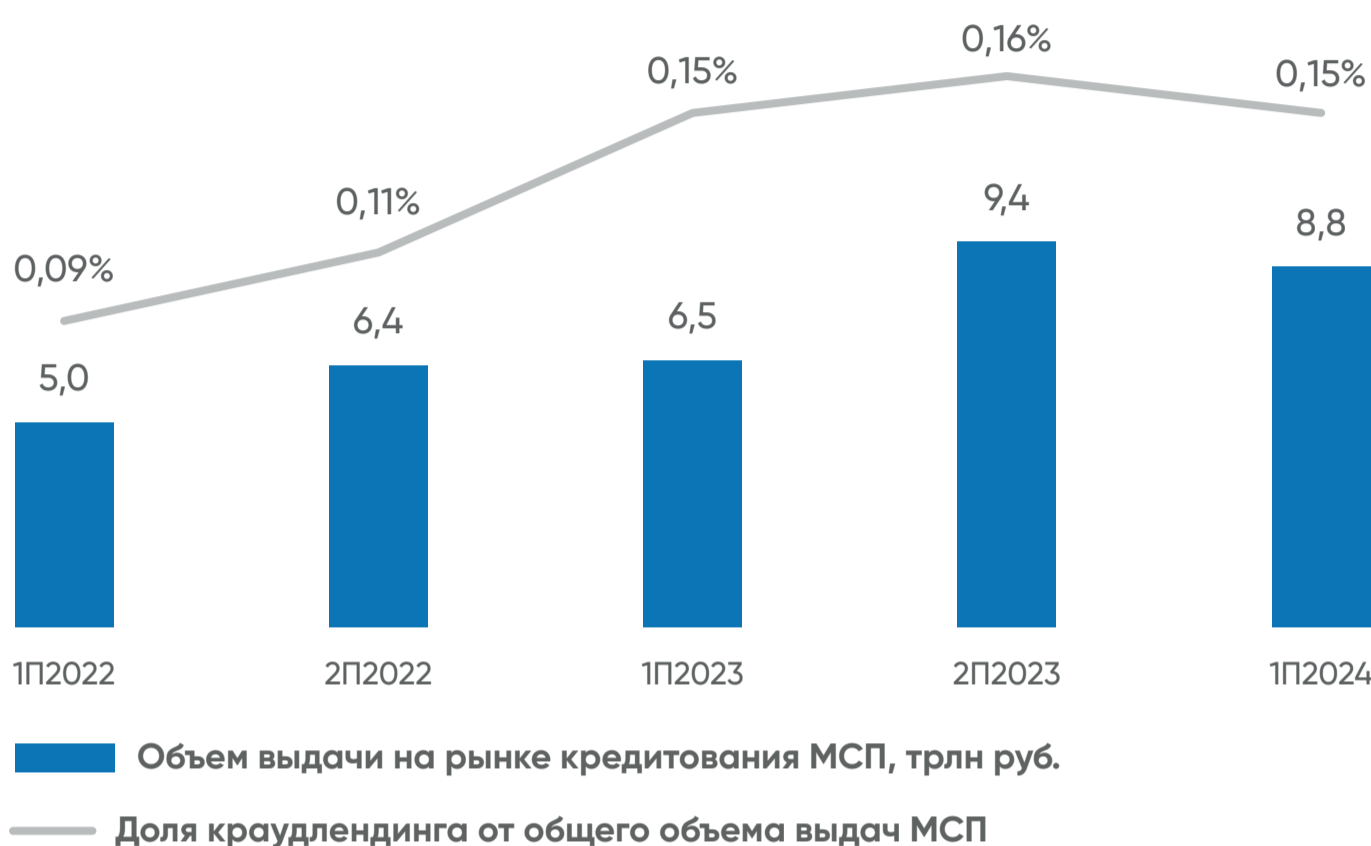
Динамика кредитного портфеля МСП и ключевой ставки



Источник: данные Банка России

Помимо позитивной динамики кредитного портфеля, также ожидается дальнейший рост объемов выдачи на рынке кредитования МСП. В период с 1П2022 по 2П2023 среднегодовой темп роста (CAGR) объема выдачи на рынке кредитования МСП составил 52%. В 1П2024 объем выдачи составил 8,8 трлн руб., показав рост на 35% в сравнении с аналогичным периодом прошлого года.

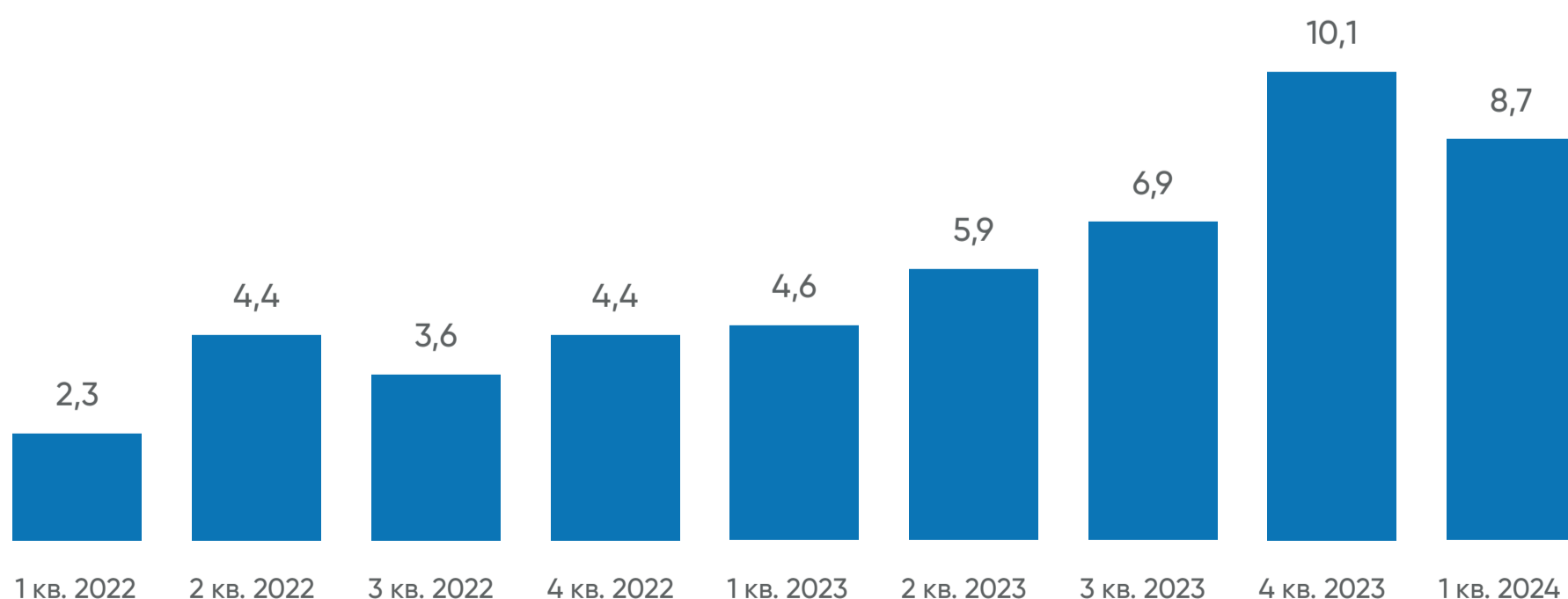
Объем выдачи на рынке кредитования МСП и доля краудлендинга



Источник: данные АОИП, данные Банка России

Позитивная динамика на рынке кредитования МСП напрямую влияет и на рынок краудфандинга. По данным Банка России, объем выдач на рынке краудфандинга в 2023 г. вырос на 62% г/г, составив 33,4 млрд руб. Объем выдачи на рынке краудлендинга за 2023 г. составил 27,5 млрд руб. Среднегодовой темп роста (CAGR) в период с 1 кв. 2023 г. по 1 кв. 2024 г. составил 71,5%.

Объем выдачи на рынке краудлендинга, млрд руб.



Источник: Банк России, обзор платформенных сервисов в России

Согласно прогнозам аналитиков BusinessStat, краудлендинг будет оставаться ключевым сегментом быстрорастущего рынка краудфандинга. К 2029 г. объем рынка может приблизиться к 249 млрд руб. со среднегодовым темпом роста 40,2% на анализируемом периоде. При этом, сам рынок краудфандинга будет расти чуть медленнее, CAGR ожидается на уровне 37,5%.



Источник: BusinessStat

По мнению аналитиков BusinessStat, рост рынка будет продиктован рядом фундаментальных факторов:

- Рост проникновения краудлендинга на рынке финансирования МСП, который в свою очередь, будет расти в среднем на 11% на горизонте до 2029 г.
- Цифровизация экономики
- Популяризация краудлендинга как вида инвестиций
- Увеличение доли МСП, имеющих заемные средства
- Маркетинговая активность краудлендинговых платформ

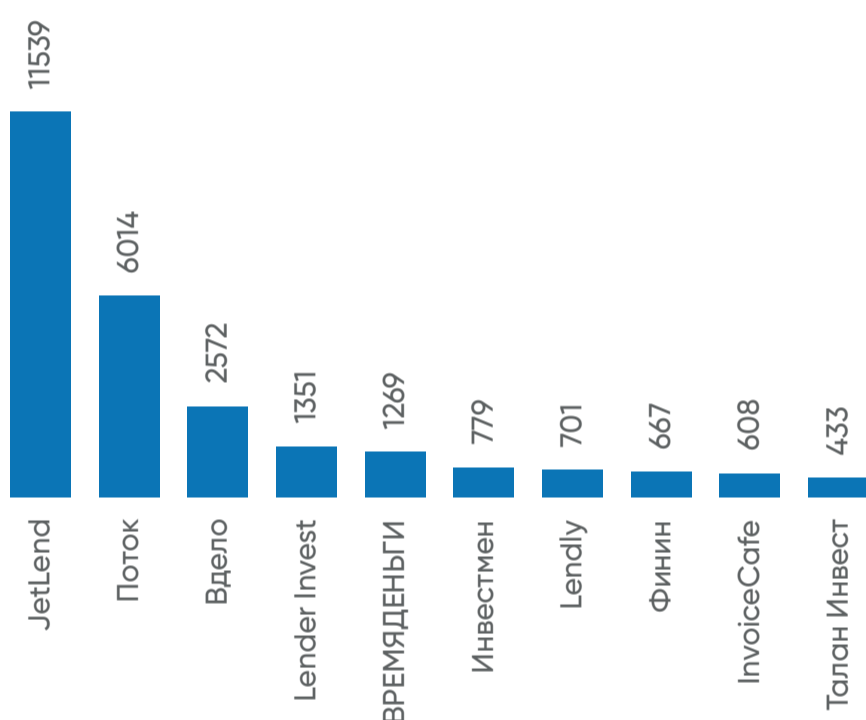
По данным ЦБ РФ, по состоянию на 15.01.2025 в реестр ОИП ЦБ РФ внесены записи о 93 организациях. В структуре ОИП ЦБ РФ в разрезе предоставляемых способов инвестирования доминируют платформы, специализирующиеся только на краудлендинге.

ПОЗИЦИЯ КОМПАНИИ НА РЫНКЕ

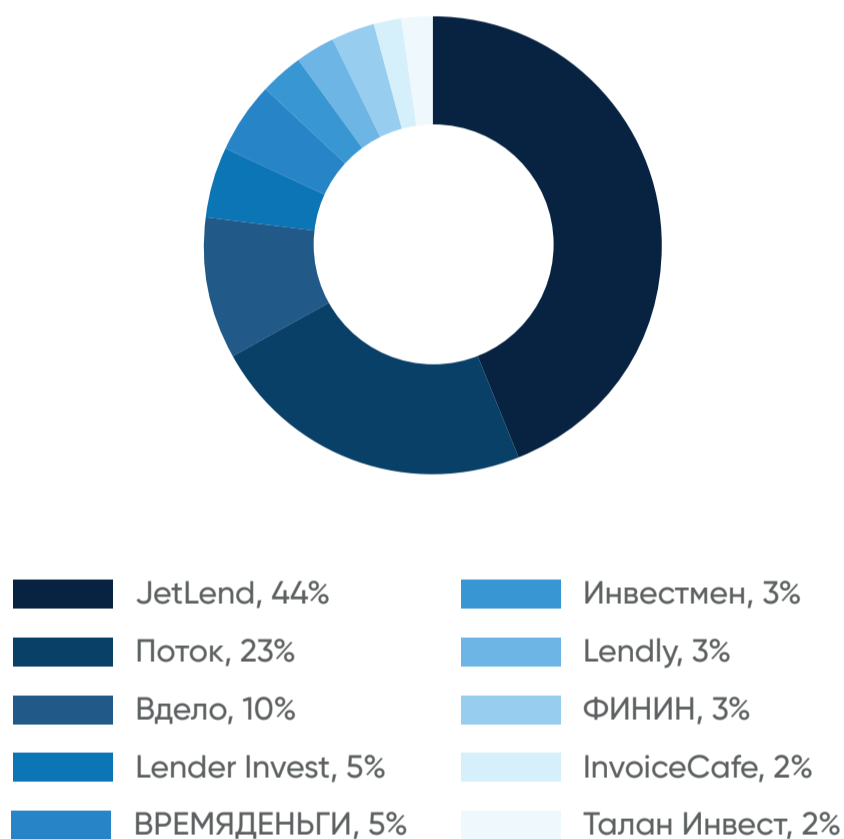
По итогам 2024 г. доля Компании на рынке краудлендинга по совокупному объему выдач займов составила 42%, следует из данных АОИП. Как видим из диаграммы по объему сделок, Компания является безоговорочным лидером отрасли, которая является консолидированной: на топ-3 игроков приходится более 80% рынка.

Компания планирует продолжить активно инвестировать в маркетинг, что обеспечит дальнейший рост доли рынка. Компания таргетирует 70% в качестве целевой доли на среднесрочную перспективу.

Объем выдач платформ за 2024 г., млн руб.



Доля топ-10 краудплатформ от общего объема рынка, %

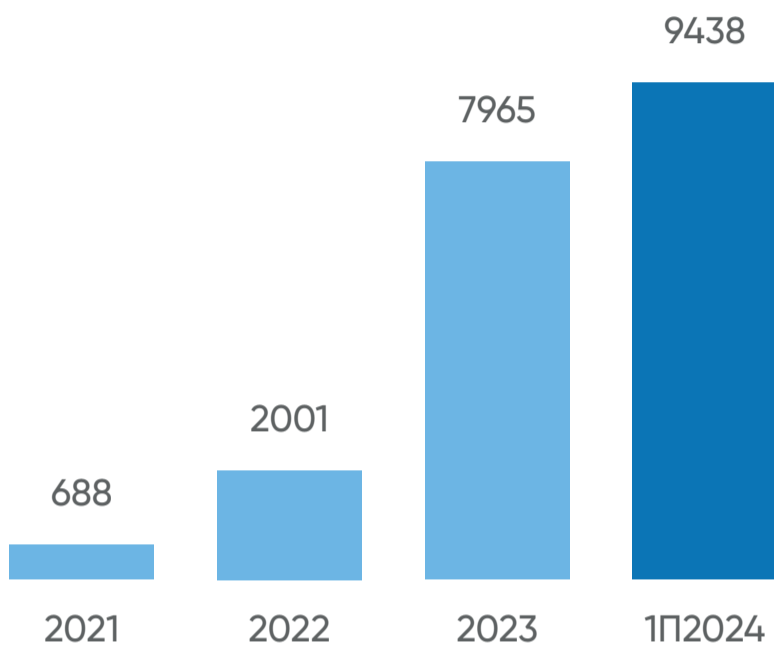


Источник: данные JetLend, данные АОИП

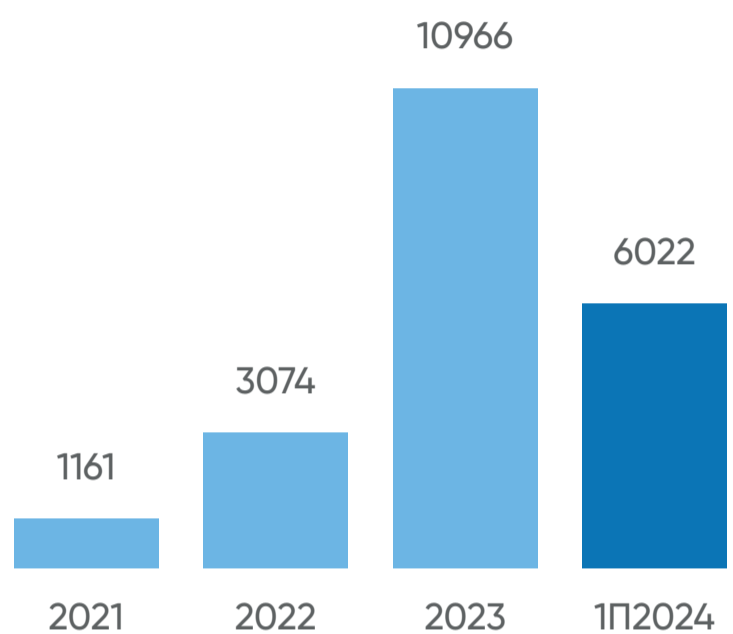
ОПЕРАЦИОННЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ МЕТРИКИ

Совокупный портфель займов Компании на конец 1П2024 составил 9 438 млн руб., увеличившись на 18,5% г/г. При этом, CAGR' 21-1П 24 составил 185%. Объем выданных займов в 1П2024 увеличился на 57,9% г/г, и составил 6 022 млн руб., CAGR с конца 2021 г. составил 207%.

Совокупный портфель займов, млн руб.



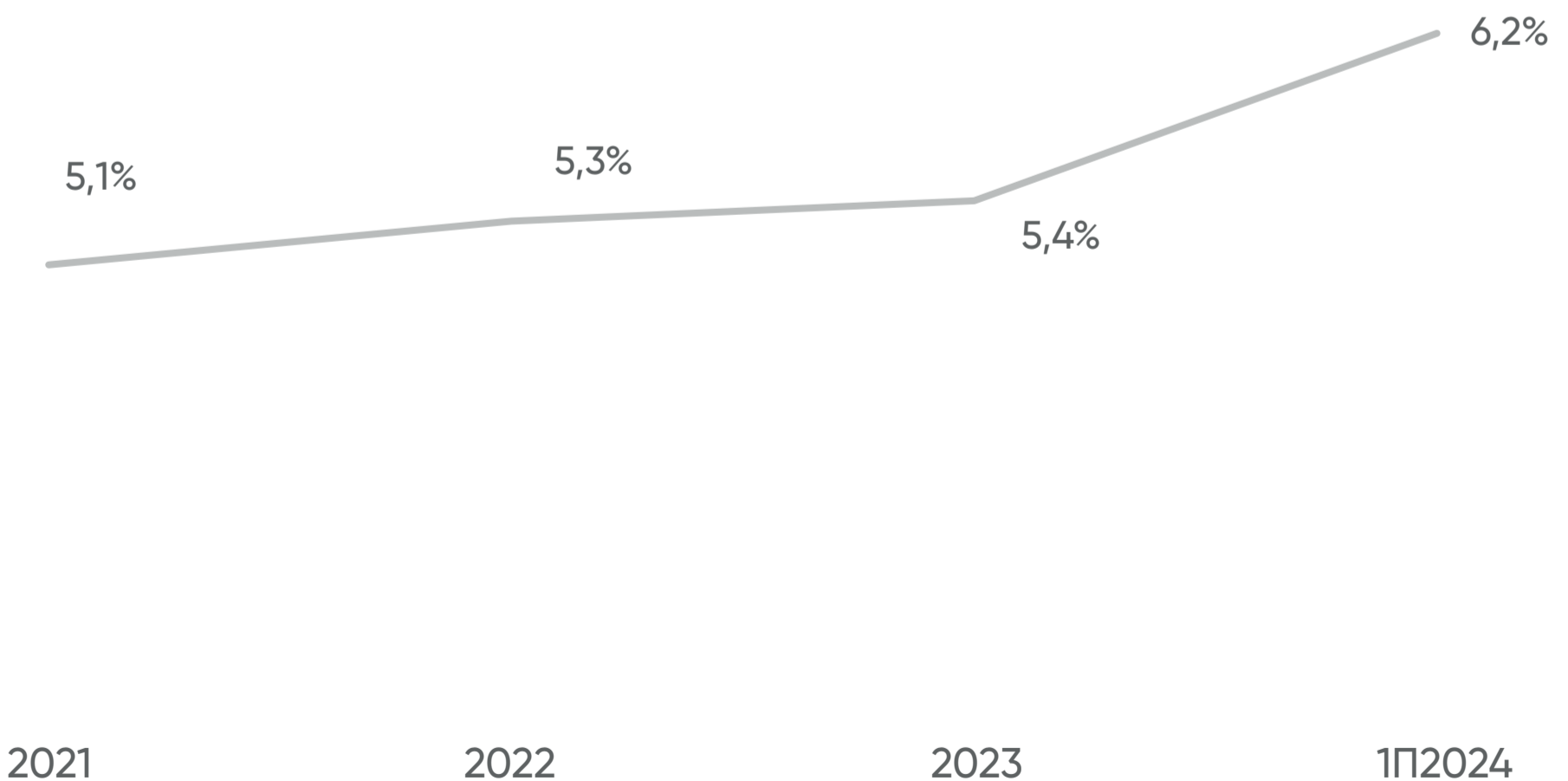
Объем выданных займов, млн руб.



Источник: данные компании

Немаловажная операционная метрика – динамика среднего эффективного размера комиссии. Показатель по итогам 1П2024 составил 6,2%, следует из данных Компании.

Динамика среднего эффективного размера комиссии, %



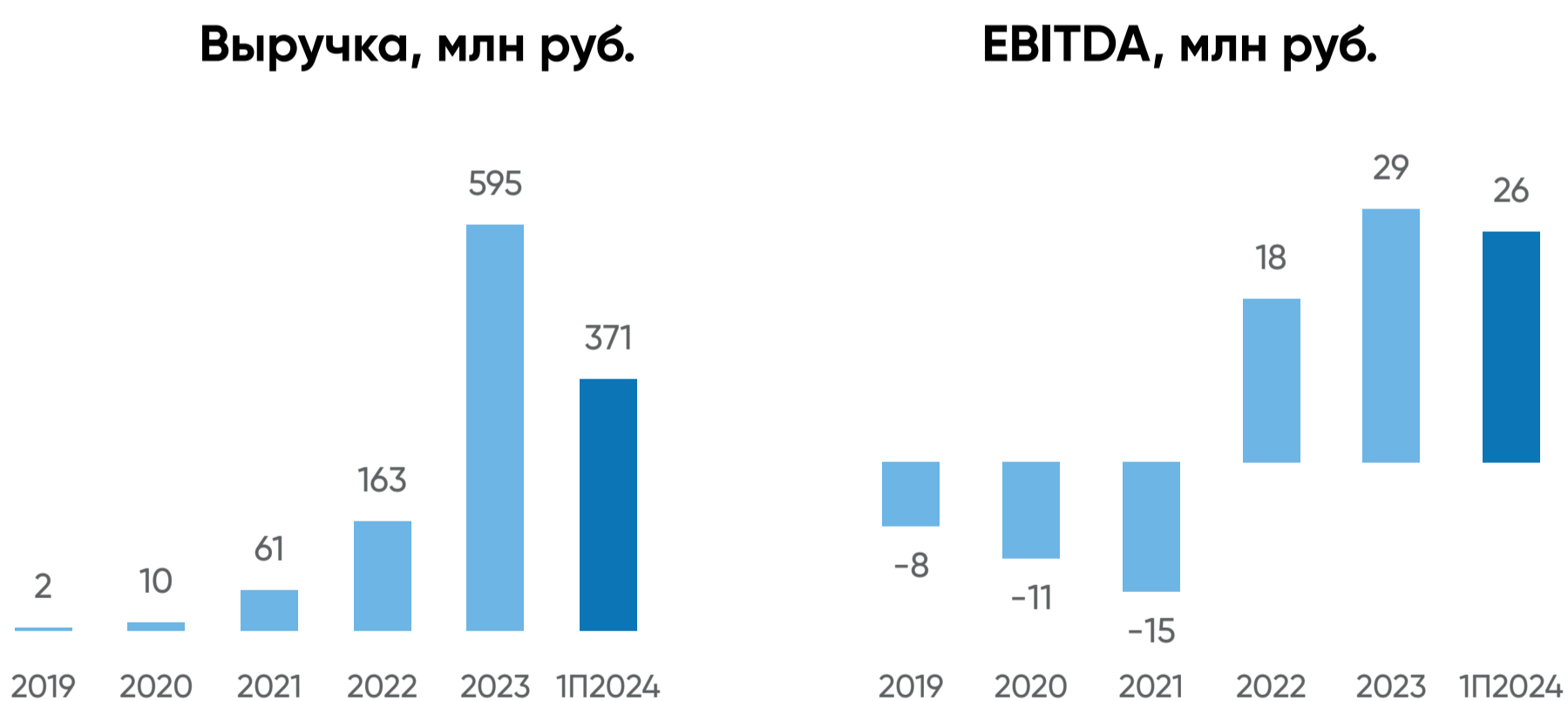
Источник: данные компании

Количество участников на платформе также увеличивается. Так, количество активных инвесторов увеличилось в 10 раз с 5 901 ед. в начале 2022 г. до 59 130 ед. за 1П2024 со среднегодовым темпом роста в районе 151%. Под активными инвесторами понимаются те, кто имеет положительный баланс денежных средств на платформе. Количество активных заемщиков выросло с 312 до 2 167 за аналогичный рассматриваемый период при CAGR на уровне 117%.

Средний портфель инвестора растет с умеренным темпом – CAGR' 21-1П 24 составил 13,4%. Если в начале 2022 г. он составлял в среднем 117 тыс. руб., то по итогам 1П2024 значение увеличилось до 160 тыс. руб.

Рост выручки обусловлен позитивной динамикой операционных метрик. Также необходимо отметить и другие причины, которые повлияли на рост выручки – популяризация рынка краудфандинга, привлечение новых клиентов за счет высококлассного сервиса, высокий уровень доходности для инвесторов.

Начиная с 2022 г. Компания показывает положительную EBITDA, даже несмотря на существенные операционные расходы, связанные, прежде всего, с инвестициями в маркетинг.



Источник: данные компании, период с 2019 по 2023 г. – данные РСБУ, данные 1П2024 на основе отчетности по МСФО

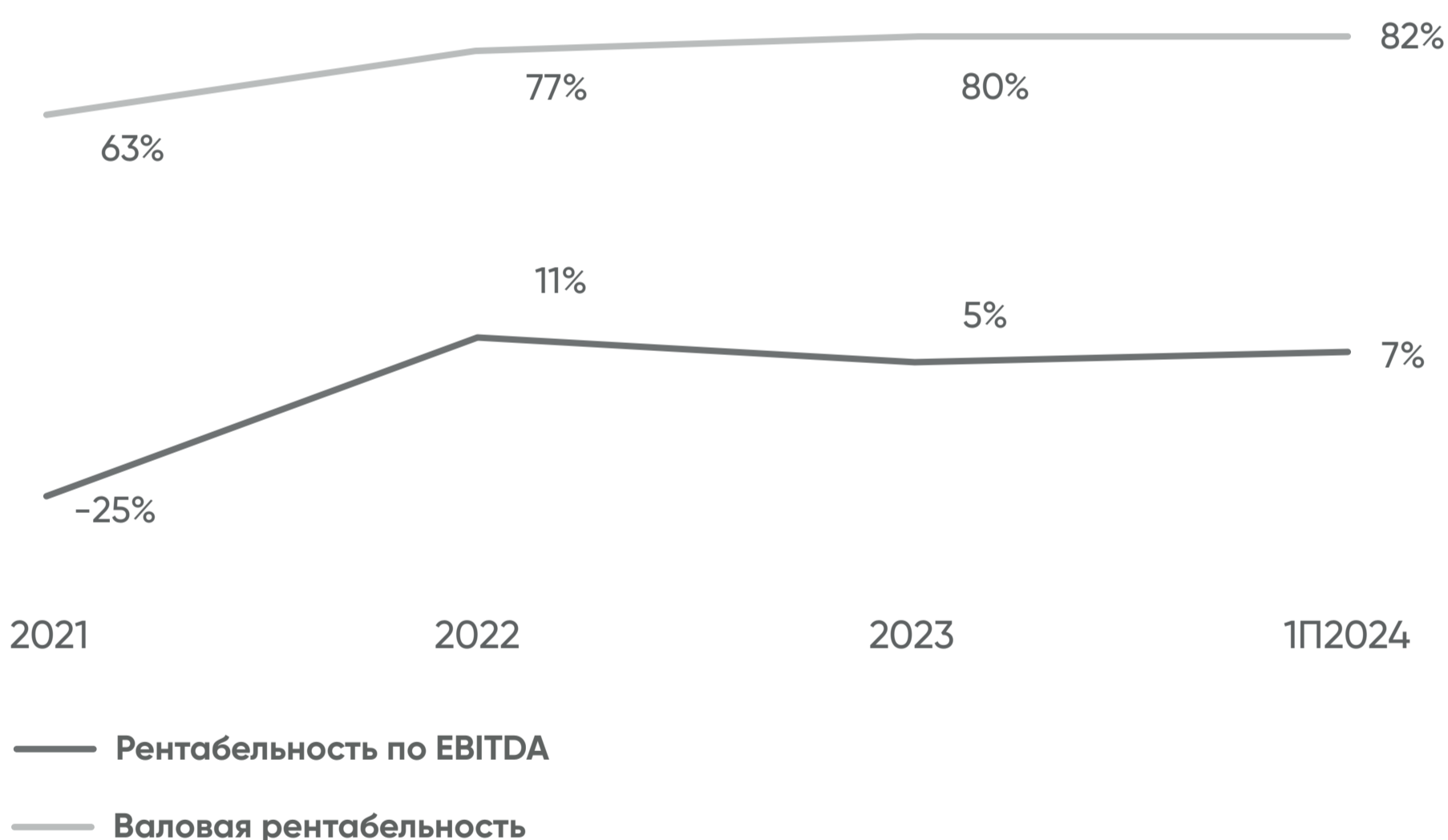
Основная часть операционных расходов связана с маркетингом и издержками на персонал. Так, по итогам 1П2024 около 47,4% операционных расходов приходится на маркетинговые затраты, из них 35% относится к расходам на рекламу и продвижение сайта и платформы, 31% – расходы по партнерской программе и около 30% относится к бонусам инвесторам.

Инвестиции в маркетинг являются неотъемлемой частью развития бизнеса, которые позволяют Компании привлекать новых заемщиков и инвесторов, а также повышать лояльность и активность уже существующих клиентов.

Структура расходов меняется незначительно. Прогнозируемый рост выручки не пропорционален росту расходов на персонал, компании не нужно агрессивно наращивать данную статью затрат. Преимуществом является, что рост выручки в конечном итоге не приведет к такому же бурному росту операционных расходов.

Компания демонстрирует высокий показатель валовой рентабельности за счет низкой себестоимости относительно операционных расходов, которые в конечном итоге сказываются на марже по EBITDA.

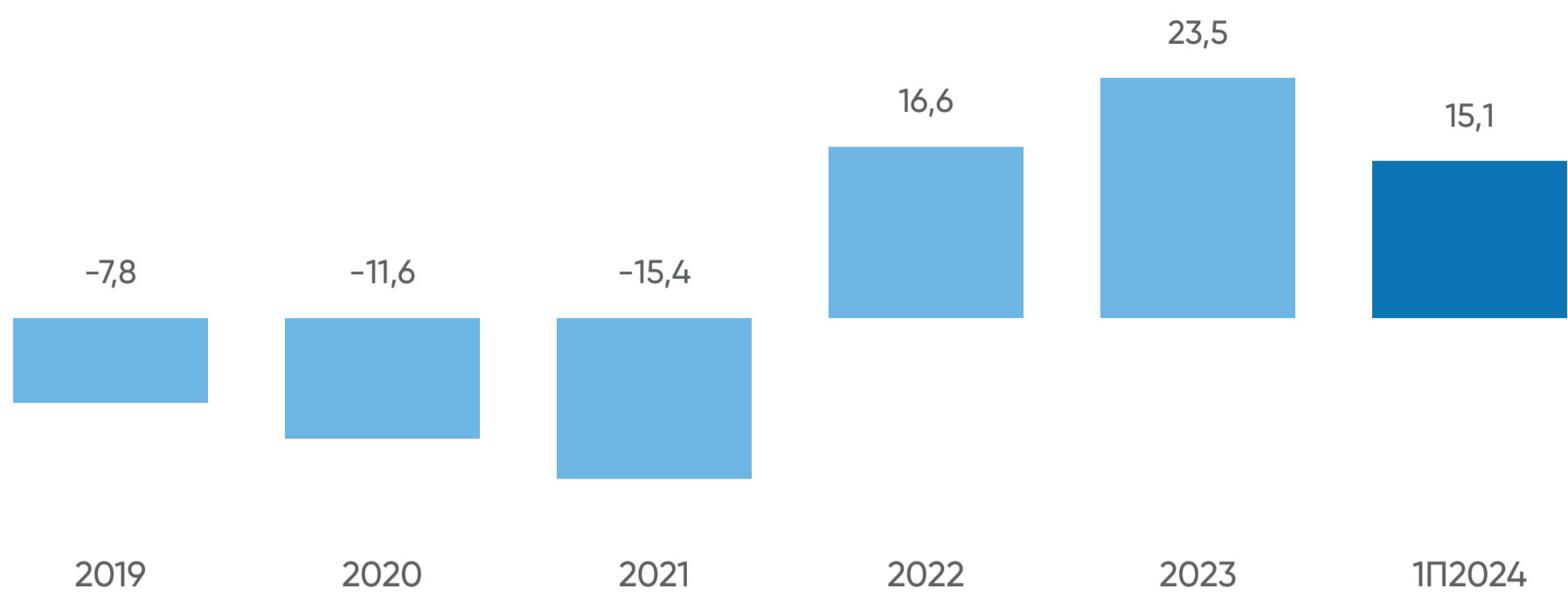
Показатели рентабельности, %



Источник: данные компании, расчеты аналитика, период с 2019 по 2023 г. – данные РСБУ, данные 1П2024 на основе отчетности по МСФО

Аналогично показателю EBITDA, компания с 2022 г. показывает положительную чистую прибыль, несмотря на высокие операционные расходы, связанные с активным расширением бизнеса.

Чистая прибыль, млн руб.



Источник: данные компании, расчеты аналитика, период с 2019 по 2023 г. – данные РСБУ, данные 1П2024 на основе отчетности по МСФО

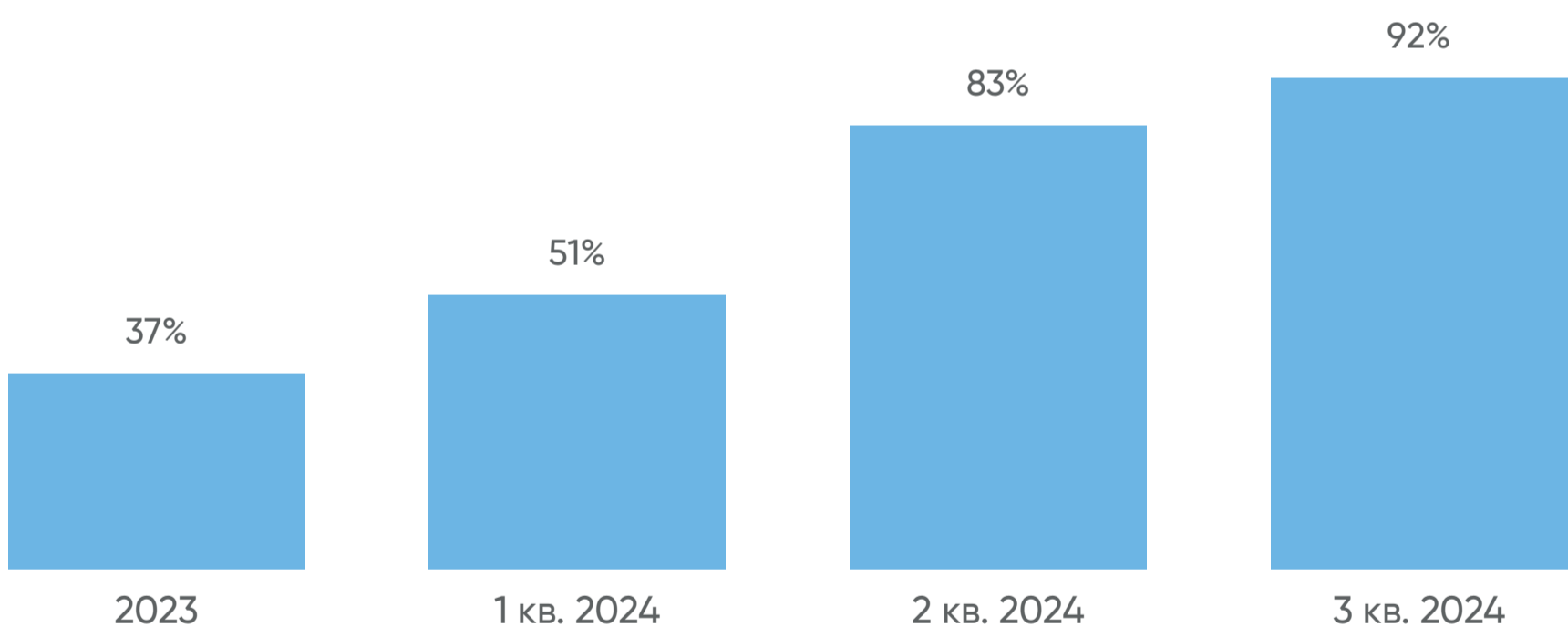
РИСКИ

Одно из основных преимуществ Компании – отсутствие кредитного риска. Нужно отметить, что кредитный риск полностью остается на клиентах платформы, в т.ч. в случае, если заемщик сталкивается с дефолтом. Задача Компании – тщательный анализ заемщиков с целью минимизации уровня кредитного риска.

Компания имеет собственную шкалу определения риска заемщика, в существенной степени соответствующую рейтинговым агентствам. Риск-профиль высококлассных заемщиков на платформе соответствует верхним риск-сегментам ведущих рейтинговых агентств.

По данным Компании, доля выдач заемщикам с макрорейтингами «А» и «В» выросла с 37% в 2023 г. до 92% в 3 кв. 2024 г. благодаря проведенной радикальной реформы риск-модели, которая сфокусирована на надежных заемщиках с большими лимитами, низкой дефолтностью и крупным чеком.

Доля выдач заемщикам с макрорейтингами «А» И «В» в общем объеме выдач на платформе, %



Источник: данные компании

Отметим, что согласно данным отчета Банка России, средний уровень просроченной задолженности субъектов МСП в банковском секторе находится в районе 5%, в то время как доля NPL 15+(по суммарному объему) в совокупном кредитном портфеле на платформе Компании составляет 0,96% по итогам 3 кв. 2024 г. У Компании нет нормативов по достаточности капитала.

Тем не менее мы отмечаем и другие риски, связанные с деятельностью Компании:

- Потенциальное ужесточение условий предоставления займов, связанное с возможными вводами нормативов со стороны Банка России
- Жесткие денежно-кредитные условия так или иначе будут провоцировать заемщиков сталкиваться с просроченной задолженностью
- Возможное замедление темпов роста среднего размера портфеля инвесторов на фоне наличия привлекательных альтернативных инструментов инвестирования

СЦЕНАРИИ ДЛЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ

Темпы роста операционных метрик:

- Квартальный темп роста доли рынка – 1,1 п.п.
- Среднегодовой темп роста количества инвесторов на платформе – 9,7%

Основные параметры оценки бизнеса:

- Терминальный период роста – 4%
- Терминальный мультипликатор $EV/EBITDA = 5,0x$, рассчитан как медианный мультипликатор глобальных компаний-аналогов с дисконтом 70% за страновой риск
- WACC – 27,3%

Для целей оценки справедливой стоимости мы рассматривали 2 сценария:

Первый сценарий сфокусирован на темпах роста рынка крауд-фандинга, являясь базовым.

Второй сценарий построен через расчет темпов роста на рынке финансирования МСП и является позитивным.

ОЦЕНКА: РЕЗУЛЬТАТЫ DCF МОДЕЛИ

Для расчета терминального мультипликатора в качестве сопоставимых использовались следующие компании:

current	страна	P/E	P/S	EV/EBITDA	EV/S
Outbrain	США	-	0,4	16,5	0,2
Grindr	США	-	9,3	30,2	10,2
Taboola	США	-	0,7	13,5	0,7
Crodwfundme	Италия	-	2,5	-	1,8
average		-	3,2	20,1	3,2
median		-	1,6	16,5	1,3
Дисконт к медианному мультипликатору				-70%	
Медианный мультипликатор с учетом дисконта				5,0	

Источник: расчеты аналитика, Bloomberg

Ключевые операционные метрики и финансовые показатели **первого сценария** представлены ниже.

Основные показатели		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
		Факт	Факт	Факт	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
Основные операционные метрики		Ед. изм.									
Оборот на платформе	млн руб.	1 217	3 320	12 115	21 196	33 163	51 970	76 782	107 954	148 249	198 300
Объем выданных займов	млн руб.	1 161	3 074	10 966	17 584	28 639	44 880	66 308	93 227	128 025	171 248
Вторичные займы (без Маркетмейкинга)	млн руб.	57	245	1 149	3 612	4 524	7 090	10 475	14 727	20 224	27 052
Пользователи Платформы											
Активные заемщики	тыс. чел.	0	1	2	3	4	5	8	11	16	24
Активные инвесторы	тыс. чел.	6	17	50	71	103	149	215	311	450	650
Средний размер комиссии	%	5,1%	5,3%	5,4%	6,4%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%
Доля на рынке краудлендинга	%	-	-	45,0%	43,0%	45,8%	50,3%	54,8%	59,3%	63,8%	68,3%
Основные финансовые показатели		Ед. изм.									
Показатели P&L											
Выручка	млн руб.	60	163	595	1 241	2 175	3 452	5 165	7 351	10 219	13 834
Динамика	%	-	173%	266%	109%	75%	59%	50%	42%	39%	35%
Валовая прибыль	млн руб.	38	126	478	1 081	1 940	3 125	4 705	6 702	9 310	12 650
Рентабельность	%	64%	77%	80%	87%	89%	91%	91%	91%	91%	91%
ЕВITDA	млн руб.	(15)	15	28	239	564	977	1 518	2 177	3 026	4 175
Рентабельность	%	(25%)	9%	5%	19%	26%	28%	29%	30%	30%	30%
ЕВIT	млн руб.	(15)	15	26	226	519	903	1 430	2 075	2 910	4 077
Рентабельность	%	(25%)	9%	4%	18%	24%	26%	28%	28%	28%	29%
Чистая прибыль	млн руб.	(15)	17	23	223	389	680	1 087	1 572	2 199	3 075
Рентабельность	%	(26%)	10%	4%	18%	18%	20%	21%	21%	22%	22%
Чистый денежный поток	млн руб.	-	-	-	184	238	608	846	1 201	1 647	2 348
Показатели Баланса											
Денежные средства к.п.	млн руб.	-	20	97	245	483	1 091	1 937	3 138	4 785	7 133
Долг	млн руб.	-	10	89	83	81	-	-	-	-	-
Чистый долг	млн руб.	-	(10)	(7)	(162)	(402)	(1 091)	(1 937)	(3 138)	(4 785)	(7 133)
Долг / EBITDA	x	-	0,7x	3,2x	0,3x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x

Источник: расчеты аналитика

Ключевые операционные метрики и финансовые показатели **второго сценария** представлены ниже.

Основные показатели		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
		Факт	Факт	Факт	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
Основные операционные метрики		Ед. изм.									
Оборот на платформе	млн руб.	1 217	3 320	12 115	14 197	26 649	48 992	79 093	118 153	167 869	230 712
Объем выданных займов	млн руб.	1 161	3 074	10 966	11 540	23 013	42 309	68 304	102 035	144 969	199 239
Вторичные займы (без Маркетмейкинга)	млн руб.	57	245	1 149	2 657	3 635	6 683	10 790	16 118	22 900	31 473
Пользователи Платформы		тыс. чел.									
Активные заемщики	тыс. чел.	0	1	2	3	4	5	8	11	16	24
Активные инвесторы	тыс. чел.	6	17	50	71	103	149	215	311	450	650
Средний размер комиссии	%	5,1%	5,3%	5,4%	6,4%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%
Доля на рынке краудлендинга	%	-	-	45,0%	43,0%	45,8%	50,3%	54,8%	59,3%	63,8%	68,3%
Основные финансовые показатели		Ед. изм.									
Показатели P&L											
Выручка	млн руб.	60	163	595	786	1 747	3 253	5 316	8 040	11 562	16 082
Динамика	%	-	173%	266%	32%	122%	86%	63%	51%	44%	39%
Валовая прибыль	млн руб.	38	126	478	626	1 512	2 925	4 857	7 391	10 654	14 898
Рентабельность	%	64%	77%	80%	80%	87%	90%	91%	92%	92%	93%
ЕБИТДА	млн руб.	(15)	15	28	41	378	890	1 584	2 477	3 609	5 152
Рентабельность	%	(25%)	9%	5%	5%	22%	27%	30%	31%	31%	32%
ЕБИТ	млн руб.	(15)	15	26	29	333	816	1 496	2 374	3 494	5 054
Рентабельность	%	(25%)	9%	4%	4%	19%	25%	28%	30%	30%	31%
Чистая прибыль	млн руб.	(15)	17	23	25	303	615	1 137	1 796	2 637	3 808
Рентабельность	%	(26%)	10%	4%	3%	17%	19%	22%	23%	23%	24%
Чистый денежный поток	млн руб.	-	-	-	(14)	152	542	883	1 369	1 975	2 897
Показатели Баланса											
Денежные средства к п.	млн руб.	-	20	97	47	198	741	1 623	2 992	4 968	7 865
Долг	млн руб.	-	10	89	83	81	-	-	-	-	-
Чистый долг	млн руб.	-	(10)	(7)	36	(117)	(741)	(1 623)	(2 992)	(4 968)	(7 865)
Долг / ЕБИТДА	x	-	0,7x	3,2x	2,0x	0,2x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x

Источник: расчеты аналитика

Equity Value 100%
DCF с TV, рассчитанной через модель Гордона
DCF с TV, рассчитанной через мультипликатор EV/ЕБИТДА

	Базовый	Позитивный	Медиана
млн руб.	7 041	8 368	7 705
млн руб.	8 665	10 409	9 537

Источник: расчеты аналитика

Итоговый диапазон оценки Equity Value: 7 705 – 9 537 млн руб.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ ИЛИ ПРИГЛАШЕНИЕМ ПОДПИСАТЬСЯ ИЛИ ПРИОБРЕСТИ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ, И НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ ЧТО-ЛИБО, СОДЕРЖАЩЕЕСЯ В НЕМ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНО В СВЯЗИ С ЭТИМ ИЛИ СЛУЖИТЬ ПОБУЖДЕНИЕМ К ЗАКЛЮЧЕНИЮ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (В ЗНАЧЕНИИ, ОПРЕДЕЛЕННОМ В ФЕДЕРАЛЬНОМ ЗАКОНЕ ОТ 22 АПРЕЛЯ 1996 ГОДА №39-ФЗ «О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ»), В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ ИЛИ ЛЮБЫХ ИНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ИЛИ ЛЮБЫХ АКТИВОВ, УПОМЯНУТЫХ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ТОГО, ЧТОБЫ БЫТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ КАКИХ-ЛИБО ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ. ИНФОРМАЦИЯ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, ПРЕДОСТАВЛЕНА КОМПАНИЕЙ И НЕ ПОДВЕРГАЛАСЬ КАКОЙ-ЛИБО НЕЗАВИСИМОЙ ПРОВЕРКЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПЕРЕДАЕТСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ СОДЕРЖИТ ПРОГНОЗЫ, КОТОРЫЕ ПРЕДСТАВЛЯЮТ ВОЗМОЖНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ НА ОСНОВЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЙ, ИЗЛОЖЕННЫХ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ. ОНИ ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ ЛИШЬ ОДИН ИЗ ВОЗМОЖНЫХ ИСХОДОВ И ЯВЛЯЮТСЯ НЕЗАВИСИМЫМ МНЕНИЕМ ТОЛЬКО АВТОРА НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. ДАННЫЕ ПРОГНОЗЫ ПОДВЕРЖЕНЫ РИСКАМ, НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ПРЕДПОЛОЖЕНИЯМ, И БУДУЩИЕ ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МОГУТ СУЩЕСТВЕННО ОТЛИЧАТЬСЯ ОТ НИХ. ЛЮБОЕ РЕШЕНИЕ О ПОДПИСКЕ ИЛИ ПОКУПКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В РАМКАХ ЛЮБОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДОЛЖНО ПРИНИМАТЬСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ОСНОВАНИИ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В ПРОСПЕКТЕ. ЛЮБОЕ НЕСОБЛЮДЕНИЕ ЭТИХ ОГРАНИЧЕНИЙ МОЖЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ СОБОЙ НАРУШЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ПРИНИМАЯ ДАННЫЙ ОТЧЕТ, ВЫ СОГЛАШАЕТЕСЬ С ВЫШЕУКАЗАННЫМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ.