



B2B-PTC

IPO



Дмитрий Трошин
Главный аналитик – TMT
troshinda1@sovcombank.ru



Артур Легостаев
Младший аналитик – TMT
legostaevaa1@sovcombank.ru

Текущая структура акционеров

Компания не раскрывает точную структуру акционеров в соответствии с Постановлением Банка России №1945-ПП. Однако известно, что:

- Совкомбанк - крупнейший и значимый акционер Компании
- Также в составе акционеров присутствуют финансовые инвесторы и менеджмент компании
- В рамках IPO инвесторам будут предложено 11.5% акций, принадлежащих действующим акционерам в лице Совкомбанка и финансовых инвесторов

Описание бизнеса и оценка

B2B-PTC – крупнейшая в РФ независимая электронная торговая платформа (ЭТП) по количеству проведенных процедур. Клиенты – государственные заказчики, крупные и средние коммерческие компании и их поставщики. Выручка формируется за счет оплаты клиентами тарифов за использование функционала ЭТП и за счет взимания комиссии с оборота по процедурам

Наши прогнозы по FCF и текущие мультипликаторы аналогов формируют справедливую **оценку компании в диапазоне 34-41 млрд руб. Середина диапазона (37 млрд руб.) предполагает мультипликатор EV/EBITDA '26 на уровне 7,6x и дивидендную доходность 9% на следующие 12 месяцев**

Важнейшие показатели

	2025	2026о	2027о
Финансовые показатели, млрд руб.			
Оборот** площадки	9 704	10 693	12 295
Совокупный доход	9,4	10,3	12,0
Средний take-rate	0,076%	0,078%	0,081%
EBITDA	4,9	4,9	5,9
Чистая прибыль	3,7	3,6	4,4
FCF	3,8	3,9	4,7
Темпы роста			
Оборот** площадки	14%	10%	15%
Совокупный доход	10%	9,5%	17%
FCF	-1,0%	2,0%	20%
Рентабельность в % от совокупного дохода			
EBITDA	52%	48%	49%
Чистая прибыль	40%	35%	37%
FCF	41%	38%	39%
Мультипликаторы			
EV/EBITDA	7,7x	7,6x	6,3x
P/E	10,0x	10,3x	8,5x
Доходность инвестора			
Дивидендная дох.	8,8%	9,3%	12%
Доходность FCF	10,2%	10,4%	13%

Инвестиционные тезисы

- Растущие рынки присутствия и лидирующие позиции
- Наиболее широкое продуктовое предложение среди аналогов
- Развитие дополнительных ИТ-сервисов и существенный рост рынка ЗМО
- Высокорентабельная asset-light модель бизнеса генерирует значительный денежный поток и дивиденды

Риски

- Бизнес подвержен регулированию, что может привести к снижению предельных тарифов/ставок комиссии или отмене монетизации
- Вероятность сдвига крупных государственных инфраструктурных проектов «вправо» и общее снижение бюджетных расходов
- Возможное снижение востребованности ЭТП в нерегулируемых закупках и ИТ-сервисов в случае возврата на рынок западных конкурентов (SAP, Oracle)
- Отмена/корректировка налоговых льгот для ИТ
- Неуспешные инвестиции в развитие дополнительных ИТ-сервисов и более низкие темпы роста рынка ЗМО

*Здесь и далее при появлении специфических терминов – см. глоссарий

**Оборот не является ключевым операционным показателем из-за особенностей монетизации (не от объема торгов), но используется для демонстрации масштаба

Содержание

01	Инвестиционные тезисы и Риски	4
02	Описание компании	13
03	Рынки присутствия	21
04	Финансы и сценарный анализ	30
05	Оценка	51
06	Приложение	55

**Инвестиционные
тезисы и Риски**

01

Инвестиционные тезисы

➤ Растущие рынки присутствия и лидирующие позиции

Компания в рамках своего продуктового предложения присутствует на рынках:

🔒 Регулируемые закупки (без ЗМО)

7% CAGR '25-'30

38%

Доля рынка по кол-ву процедур в 2024 г.

47%

Доля в совокупном доходе B2B-PTC в 2025 г.

🔒 Нерегулируемые закупки через независимые ЭТП

18% CAGR '25-'30

41%

Доля рынка по кол-ву процедур в 2024 г.

22%

Доля в совокупном доходе B2B-PTC в 2025 г.

📦 Закупки малого объема (ЗМО)

25% CAGR '25-'30

66%

Доля рынка в денеж. выражении в 2024 г.

10%

Доля в совокупном доходе B2B-PTC в 2025 г.

SRM Российские SRM-системы и сопутствующие сервисы

17% CAGR '25-'30

15%

Доля рынка по кол-ву процедур в 2024 г.

6%

Доля в совокупном доходе B2B-PTC в 2025 г.

Источник: Совкомбанк, компания, KEPT, DataInsight

Подробнее смотрите секцию отчета [«Рынки присутствия»](#)

➤ Наиболее широкое продуктивное предложение среди аналогов

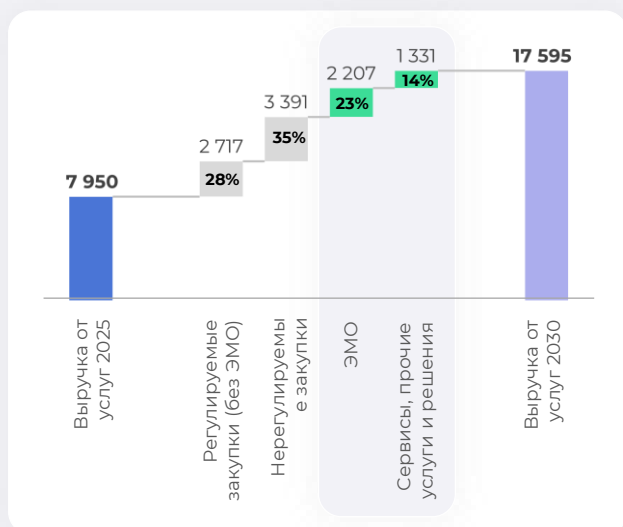
- Присутствие на вышеописанных рынках и лидирующие позиции на них формируют самое широкое и качественное продуктивное предложение среди конкурентов.
- Это позволяет компании:
 - Ускорять темпы роста выручки за счет перекрестных и комплементарных продаж. Таким образом растет рыночная доля на рынках присутствия
 - Индексировать тарифы и увеличивать комиссии, которые клиенты платят за доступ к площадке (*увеличивать ARPU*).
- **Рост рыночной доли и усиление монетизации приводят к гораздо более высоким темпам роста выручки, чем рост рынков присутствия в целом.**

Ожидаем, что совокупный объем рынков присутствия будет расти с CAGR '25-'30 = 12%, при этом CAGR '25-'30 выручки B2B-PTC без учета доходов от управления активами составит 16%

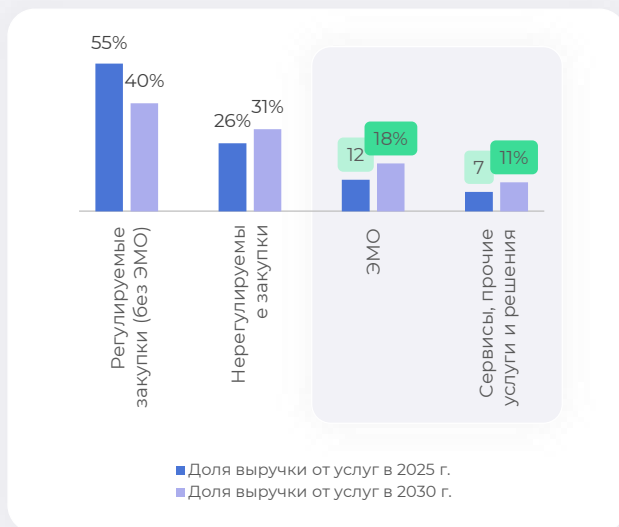
▶ Развитие дополнительных ИТ-сервисов и существенный рост рынка ЗМО

- Стратегия компании предполагает, что значительная часть роста выручки до 2030 г. будет сформирована за счет комиссионной выручки от ЗМО (25% всего роста выручки с 2025 по 2030 г. по нашей оценке) и выручки от Сервисов, прочих услуг и решений (14%)
- **CAGR '25-'30 выручки в рамках таких прогнозов составит 27% для обоих направлений** (отмечаем, что это прогнозы Совкомбанка, компания своих прогнозов по темпам роста выручки данных направлений не давала)
- Для сравнения: CAGR '25-'30 выручки от комиссий и тарифов за осуществление торгов (без ЗМО) составит всего 14%
- Таким образом, ставка на эти сегменты позволит ускорить CAGR '25-'30 выручки от услуг B2B-PTC с 14% до 16%, что повышает справедливую стоимость компании

Детализация прироста выручки в 2025-2030 гг.



Структура выручки в 2025 г. и 2030 г.



Источник: Совкомбанк, компания



Высокорентабельная asset-light модель бизнеса генерирует значительный денежный поток и дивиденды

- B2B-PTC разработала торговую платформу, соединяющую заказчиков и поставщиков в рамках электронных закупочных процедур. За это компания взимает плату в виде комиссии от суммы сделки или платежей в рамках установленных тарифов
- Такая бизнес-модель не предполагает существенных вложений в оборотные активы и CAPEX, соответственно у компании высокий коэффициент конвертации EBITDA в FCF.
В 2023-2025 гг. был в диапазоне 78-82%
- Помимо этого широкая и высококачественная продуктовая линейка в совокупности с лидирующими позициями на рынке позволяет генерировать высокую рентабельность бизнеса по EBITDA.
В 2023-2025 гг. была в диапазоне 51-55%
- Таким образом, 40-45% совокупного дохода трансформируется в FCF, который компания может распределять в виде дивидендов или направлять на иные действия по созданию дополнительной акционерной стоимости
- В рамках базового сценария мы не предполагаем существенных M&A-сделок и ожидаем, что компания будет стремиться выплачивать весь доступный объем FCF. **В рамках нашего прогноза при оценке акционерной стоимости в 37 млрд руб. компания сможет сгенерировать дивидендную доходность 9% / 12% / 16% в 2026/2027/2028 гг.**

Риски



Бизнес подвержен регулированию, что может ограничить предельные тарифы/ставки комиссии, в первую очередь в регулируемом сегменте

- **30 декабря 2025 г. Президент России Владимир Путин подписал закон об унификации процедуры проведения **имущественных торгов****
- В рамках этого закона было **закреплено положение о недопустимости взимания платы за участие в торгах в пользу оператора электронной площадки. Закон вступает в силу с 1 июля 2026 г. При этом он не будет распространяться на торги, решение о проведении которых принято до 1 июля 2026 г. Важно отметить, что отмена тарифа по части видов торгов не затрагивает все имущественные торги, в частности, тарифы по категории "арест" сохраняются.**
- Хотя в 2025 г. 4% совокупного дохода B2B-РТС было сгенерировано за счет комиссий, взимаемых с участников имущественных торгов, выпадающие доходы по части видов торгов компания планирует замещать путем внедрения дополнительных сервисов и дальнейшего роста бизнеса, а также благодаря размещению средств обеспечения



Вероятность сдвига крупных государственных инфраструктурных проектов «вправо» и общее снижение бюджетных расходов

- Сегмент регулируемых закупок (без ЗМО) сформировал 47% выручки от услуг B2B-РТС в 2025 г.
- CAGR '25-'30 выручки этого сегмента составляет 11% и в некоторой степени зависит от темпов роста расходов на запланированные инфраструктурные проекты
- **Считаем, что существуют риски переноса этих проектов на более поздние сроки, что может замедлить темпы роста выручки B2B-РТС в регулируемом сегменте.**

Реализация некоторых инфраструктурных проектов при подготовке федерального бюджета РФ на следующую трехлетку может быть перенесена на более поздние сроки, заявил министр финансов [Антон Силуанов](#)

Результаты контрольных мероприятий, проведенных Счетной палатой (СП) РФ за период реализации инфраструктурных бюджетных кредитов (ИБК) в отдельных субъектах в 2022-2024 годах, выявили, что дата завершения 37% инфраструктурных проектов была перенесена на срок от одного года до четырех лет.

➤ **Возможное снижение востребованности ЭТП компании в нерегулируемых закупках и ИТ-сервисов компании (28% совокупного дохода в 2025 г.) в случае возврата на рынок западных конкурентов (SAP, Oracle)**

- В РФ никогда не было иностранных ЭТП. Иностранные компании в сфере организации закупочных процедур были представлены через прикладное ПО, в рамках которого каждая организация могла самостоятельно настроить закупочный процесс и взаимодействия со своими поставщиками. Такое ПО называется SRM-системами (*Supplier Relationship Management*)
- Основными иностранными SRM являлись Ariba (вендор – SAP), Project Procurement (Oracle), Coupa Software (Coupa). SRM у SAP и Oracle также отличались тем, что были максимально совместимы с CRM, ERP и СУБД, которые эти компании также разрабатывали. Использование всех этих четырех программ от одного вендора обеспечивало возможность более эффективного анализа операционной деятельности, лучшее понимание процессов внутри организации, большую скорость обработки данных и их сохранность. ПО этих компаний использовала почти вся российская промышленность, энергетика, транспорт и множество других отраслей
- В 2022 г. SAP и Oracle объявили о прекращении деятельности в РФ. Их клиенты после этого разделились на три группы:
 1. Иностранные компании, которые полностью завершили свою деятельность в РФ – таких, согласно комментариям В2В-ПТС, мало – это в основном западные компании
 2. Иностранные компании, которые остались в РФ, и российские клиенты, ранее использовавшие SAP и Oracle (**большая часть крупных и средних компаний РФ**) – они **продолжают работать через SAP/Oracle, поддерживая его своими силами или силами локальных интеграторов**

Согласно комментариям В2В-ПТС, результаты проводимых опросов свидетельствуют о том, что **около 30% компаний – бывших клиентов SAP/Oracle планируют и дальше работать на этом решении.** Остальные 70% либо уже осуществляют, либо планируют постепенную миграцию на российские аналоги

3. Клиенты облачных решений SAP/Oracle (меньше 70 компаний, согласно комментариям В2В-ПТС) – для них Oracle был доступен только до марта 2022 г., а SAP – только до марта 2024 г. После этих дат обе компании полностью отключили российских клиентов от своих облачных решений. Из-за того, что у этих клиентов не было установлено ПО SAP/Oracle на собственных серверах они не могли самостоятельно поддерживать его, как группа №2. Поэтому им пришлось экстренно искать российские аналоги на замену.

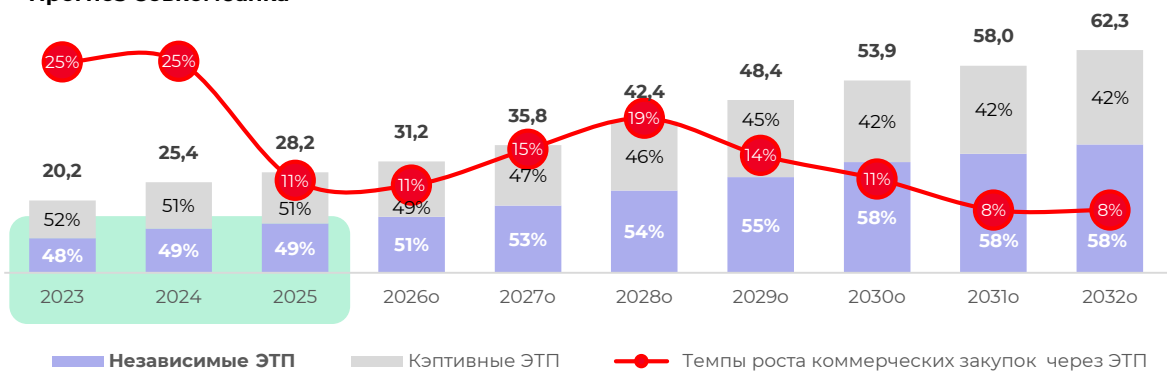
- Исходя из вышесказанного, мы считаем, что справедливо сделать следующее **допущение**:

В случае возобновления доступа к обновлениям (возможно даже без возвращения филиалов в РФ) и технической поддержке SAP/Oracle, те 30% из группы №2 так и останутся на этих решениях, а количество потенциальных новых клиентов российских SRM из оставшихся 70% группы №2 может существенно сократиться

- Закупки через SAP/Oracle входят в объем рынка нерегулируемых закупок и отражаются в составе сегмента закупок через «Кэптивные ЭТП».

Структура нерегулируемых закупок коммерческих компаний через ЭТП
Прогноз Совкомбанка

трлн руб.



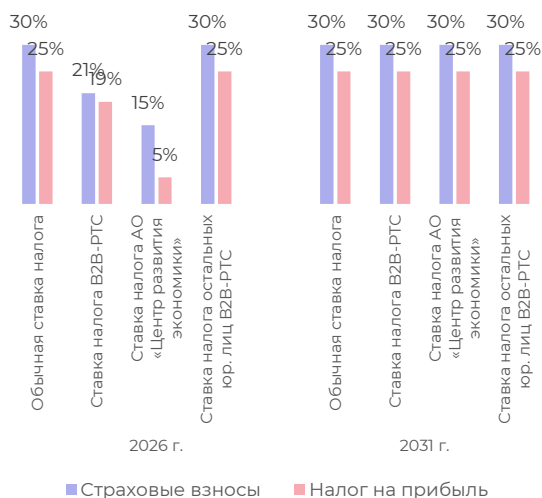
Источник: Совкомбанк, DataInsight

- Как видно из графика выше – доля «Кэптивных ЭТП» в объеме нерегулируемых закупок компаний **не падала в 2023-2025 гг.** То есть **нельзя с большой долей уверенности сказать, что компании группы №2 активно мигрируют на российские решения**
- Наш базовый прогноз подразумевает, что доля «Независимых ЭТП» будет расти в прогнозном периоде как из-за развития тренда на рост использования независимых ЭТП для закупок обычными компаниями из-за **улучшения операционной эффективности**, так и из-за миграции с SAP/Oracle на российские ЭТП и SRM
- B2B-PTC является прямым бенефициаром тренда и в целом – той компанией, из-за которой этот тренд возможен. Компания занимает 41% рынка «Независимых ЭТП» по количеству процедур.
- Однако в случае, если наше **допущение**, описанное на предыдущей странице, окажется верным, то **будущие темпы роста выручки от услуг в сфере нерегулируемых закупок B2B-PTC могут быть существенно ниже** тех, которые предполагает наш базовый прогноз. Здесь стоит отметить, что **сегмент нерегулируемых закупок является наиболее рентабельным по EBITDA**
- Таким образом, **справедливая стоимость компании в негативном сценарии (отсутствие роста доли сегмента «Независимых ЭТП» на рынке нерегулируемых закупок) может снизиться на 17%**

Отмена/корректировка налоговых льгот для IT

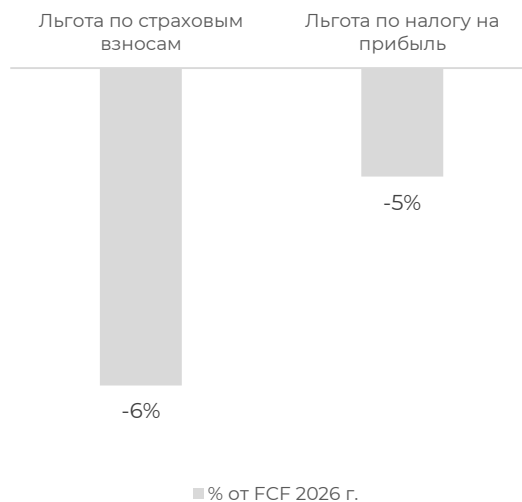
- В2В-РТС пользуется льготами по налогу на прибыль, страховым взносам на сотрудников и НДС (на долю совокупного дохода менее 10%). В случае корректировки/отмены налоговых льгот без последующего переноса дополнительных налоговых расходов на клиентов, **FCF В2В-РТС может снизиться примерно на 11%, что приведет к соответствующему снижению справедливой стоимости**

Налоговые ставки в 2026 г. и 2031 г.: В2В-РТС и законодательно установленные уровни



Источник: Совкомбанк

Влияние изменения налоговых ставок на FCF компании в 2026 г.



Источник: Совкомбанк

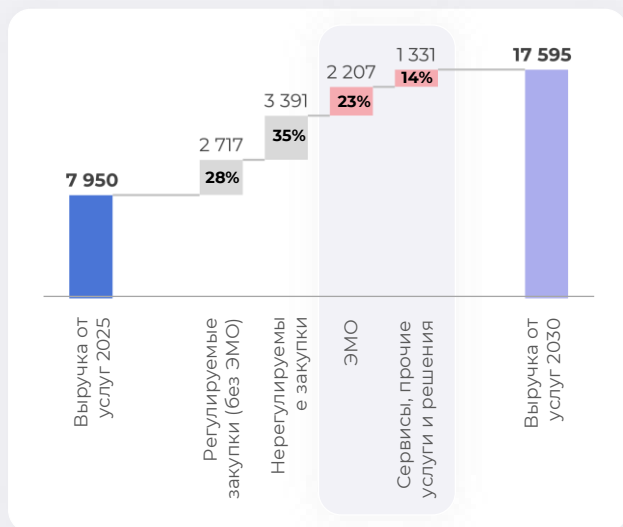
Неуспешные инвестиции в развитие дополнительных ИТ-сервисов и более низкие темпы роста рынка ЗМО

- Стратегия компании предполагает, что значительная часть роста выручки до 2030 г. будет сформирована за счет комиссионной выручки от ЗМО (23% всего роста выручки с 2025 по 2030 г. по нашей оценке) и выручки от Сервисов, прочих услуг и решений (14%). Данные сегменты бизнеса в 2025 г. сформировали только 12% и 7% всей выручки соответственно.
- SAGR '25-'30 в рамках таких прогнозов (прогнозы Совкомбанка) составит 27% для обоих направлений, тогда как SAGR '25-'30 консолидированной выручки от услуг составит лишь 16%. Для выполнения таких прогнозов необходимо, чтобы:
 - Реализовался прогноз по кратному росту объема рынка ЗМО (с 240 млрд руб. в 2025 г. до 700 млрд руб. в 2030 г.). Исторически (2020-2025 гг.) рынок колебался в диапазоне 100-300 млрд руб., а последние три года стагнировал на уровне ~200 млрд руб. Кратный рост рынка возможен только в случае реализации предпосылок консультантов КЕРТ о массовом переходе на электронные закупки в сегменте ЗМО с 2027 г.

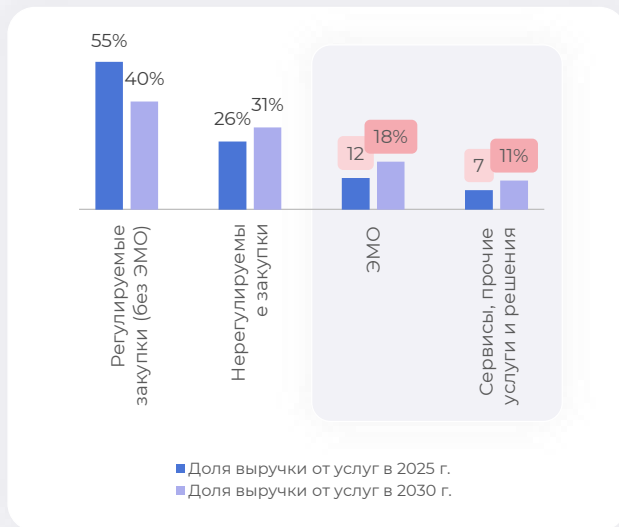
- Проникновение дополнительных ИТ-сервисов в существующую базу поставщиков B2B-РТС выросло с 24% по итогам 2025 г. до 33% по итогам 2030 г., а ARPU клиентов рос с CAGR '25-'30 = 12%.
Проникновение ИТ-продуктов B2B-РТС с 2023 г. выросло лишь на 1%. Темпы роста ARPU в 2024/2025 гг. составили ~20%/1% г/г соответственно.

- Мы не исключаем, что в прогнозном периоде некоторые необходимые факторы для выполнения таких прогнозов могут не реализоваться.
- В таком случае справедливая стоимость компании может снизиться. Оцениваем, что в максимально негативном сценарии (нулевой рост проникновения и отсутствие роста рынка ЗМО) **справедливая стоимость компании может снизиться на 21%**

Детализация прироста выручки в 2025-2030 гг.



Структура выручки в 2025 г. и 2030 г.



Источник: Совкомбанк, компания

Описание компании

02

Компания В2В-РТС действует как независимая электронная торговая платформа, связывающая заказчиков и поставщиков на рынках регулируемых и нерегулируемых закупок



Заказчики

Заказчики делятся на две основные группы:

Государственные и муниципальные органы / Гос. корпорации и компании с гос. участием

Частные коммерческие организации

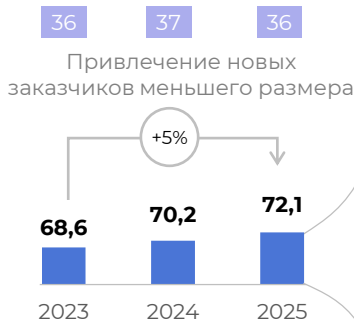


Поставщики

Поставщиками преимущественно являются частные коммерческие организации, принимающие участие в электронных закупочных процедурах

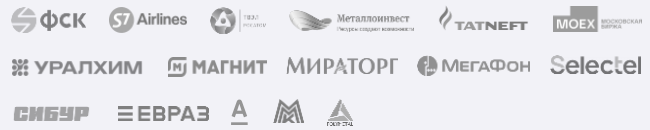
Рост базы заказчиков ...

Динамика количества активных заказчиков на ЭТП, тыс.



x Число объявленных процедур на 1 заказчика

Крупный бизнес

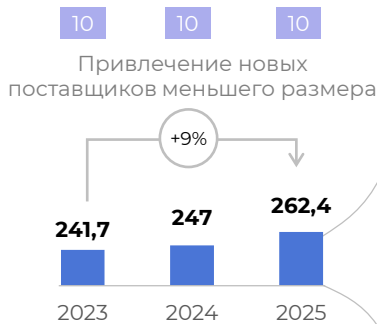


Государственные заказчики



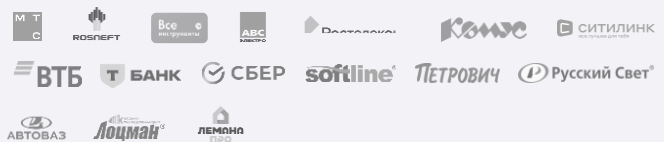
... транслируется в расширение числа поставщиков

Динамика количества активных поставщиков на ЭТП, тыс.



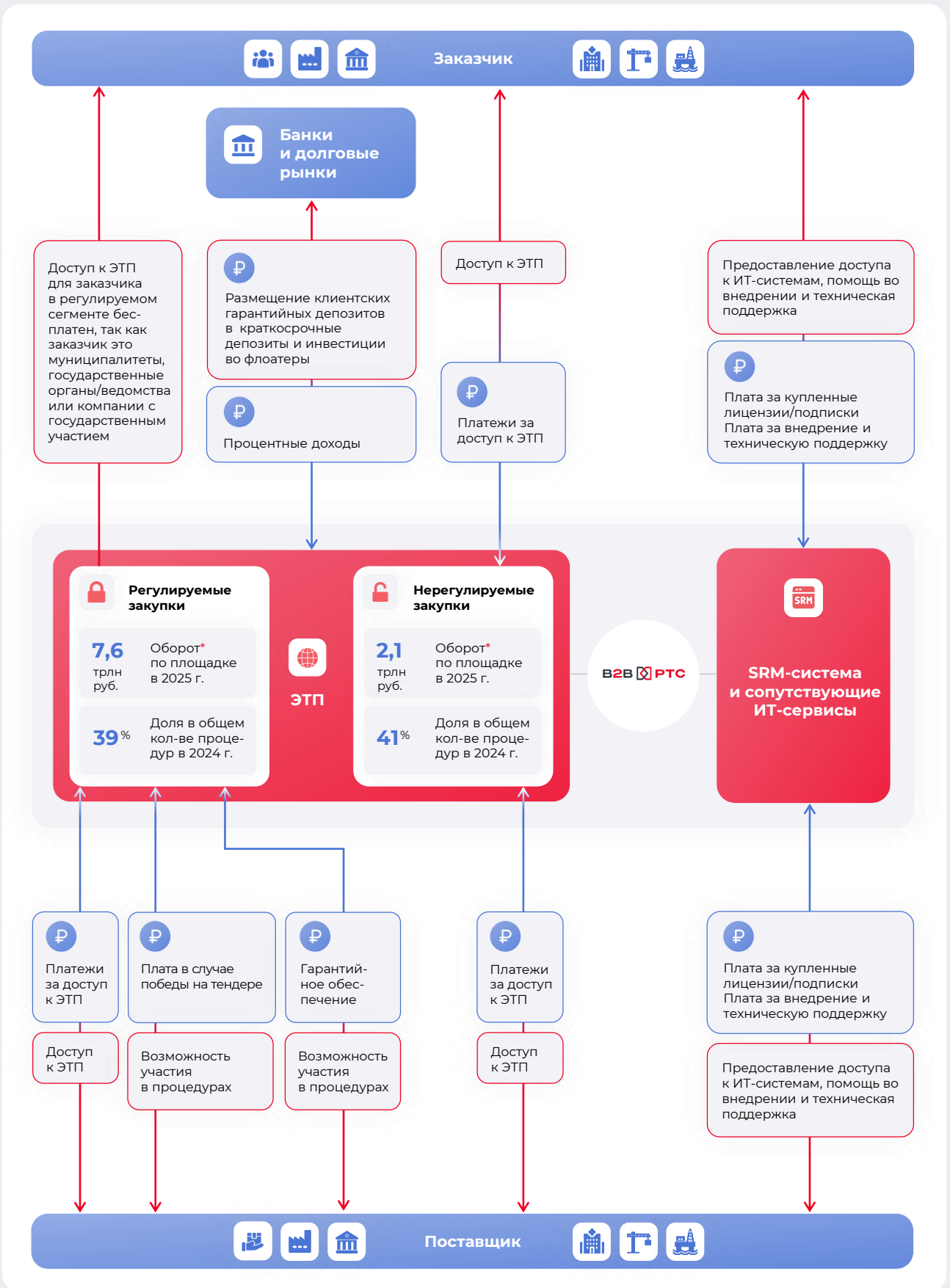
x Число объявленных процедур на 1 поставщика

Крупный и средний бизнес



Малый бизнес

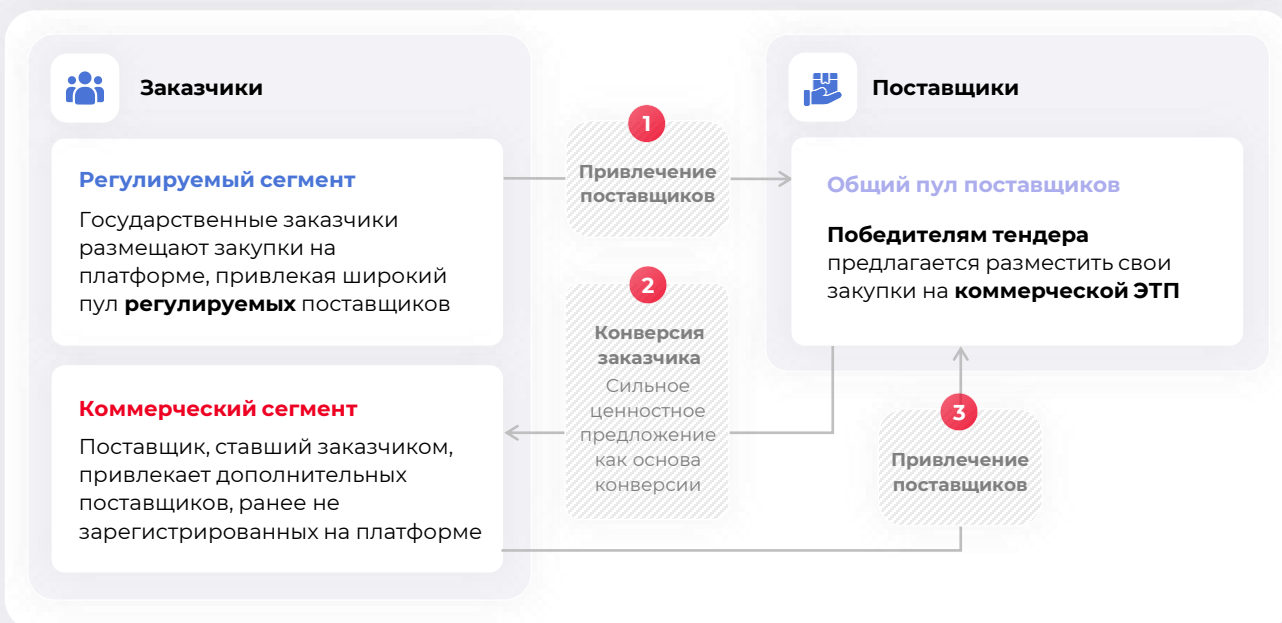
Производственные, торговые, сервисные подрядчики и др.



➤ **Заказчики на электронной площадке привлекают поставщиков, которые в дальнейшем тоже могут стать заказчиками и привлечь новых поставщиков — и так снова и снова действует сетевой эффект.**

На площадке присутствуют заказчики (их количество меньше, чем количество поставщиков), которые размещают заказы/тендеры – этот спрос, в свою очередь, привлекает на ЭТП новых поставщиков. После успешного взаимодействия и использования площадки привлеченными поставщиками, некоторые из их числа, увидев удобство и выгодность площадки, по мере развития своего бизнеса переходят также и на роль заказчиков. Теперь уже новый заказчик таким же образом привлекает новых поставщиков и так далее.

Компания таргетирует целевой уровень конвертации поставщиков в заказчиков на уровне более 10%.



Компания представлена во всех сегментах рынка электронных закупок и на всех этих сегментах лидирует по количеству реализованных электронных закупок по итогам 2024 г.

Рынок ЭТП делится на сегменты регулируемых и нерегулируемых закупок.

Регулируемые закупки

Закупочные процедуры и торги, осуществляемые в соответствии с требованиями федерального законодательства; заказчиками выступают государственные и муниципальные органы, а также гос. корпорации и компании с гос. участием.

Нерегулируемые (коммерческие) закупки

Торги, проводимые частными коммерческими организациями на собственные средства

№1

44-ФЗ

Закупки для государственных заказчиков

по итогам 2024 г.

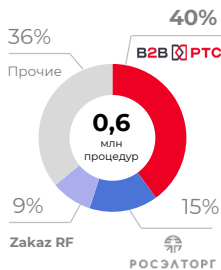


№1

223-ФЗ

Закупки компаний с государственным участием

по итогам 2024 г.

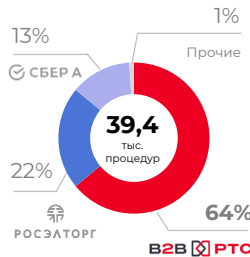


№1

615-ПП

Закупки в сфере капремонта

по итогам 2024 г.



№1

ЗМО

Закупки малого объема в рамках 44- и 223-ФЗ

по итогам 2024 г.



№1

Имущественные торги

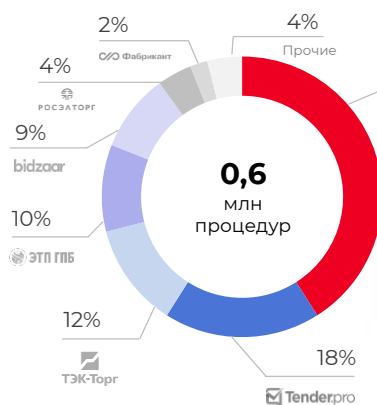
Продажа и аренда гос. имущества

по итогам 2024 г.



Главная платформа в сегменте коммерческих закупок

Доля компании на рынке коммерческих закупок в 2024 г., %



41%

В2В PTC

№1

По количеству закупочных процедур среди коммерческих заказчиков

▶ **Комплементарные ИТ-сервисы**

Помимо лидерских позиций на всех рынках присутствия, компания развивает собственную продуктовую линейку в сфере ИТ-сервисов, которые позволяют ускорить и упростить закупочный процесс

Совокупность комплементарных ИТ-сервисов и услуг компании позволяет клиентам ощутить значимый экономический эффект от взаимодействия с B2B-PTC

B2B Altis

Облачная платформа для автоматизации закупочной деятельности

Заменяемое иностранное решение



Функционал продукта

- ✓ Централизованный сбор и обработка заявок на закупку от всех бизнес-юнитов
- ✓ Единая база поставщиков с категоризацией и гибкими сценариями аккредитации
- ✓ Управление договорами, доп. соглашениями и ЭДО
- ✓ Автоматическое формирование заказов и организация поставок

Эффекты от внедрения

-18%

Прямая экономия за счет оптимизации закупочных цен

-30%

Снижение операционных и транзакционных издержек

-20%

Сокращение затоваривания

+95%

Повышение OTIF за 6 месяцев с момента старта пилотного проекта

Нормативно-справочная информация

Приводит справочные данные к единому стандарту, очищает и обогащает их, а также объединяет в единую структуру для использования в закупках и корпоративных системах

Функционал продукта

- ✓ Ведение и сопровождение справочников в рамках единого стандарта
- ✓ Применение ИИ и правил качества данных для автоматизации обработки
- ✓ Приведение разрозненных баз данных к унифицированной структуре
- ✓ Заведение новых позиций, обновление и удаление дублей

Эффекты от внедрения

-20%

Снижение неликвидных складских запасов

-35%

Сокращение времени сотрудников на поиск и создание новых записей

-15%

Снижение расходов на закупки

-10%

Сокращение расходов на поддержку учетных систем НСИ

Корпоративный интернет-магазин

Ускоряет закупки стандартной номенклатуры в цифровом контуре заказчика по преднастроенным каталогам и согласованным прайс-листам

Функционал продукта

- ✓ Каталоги поставщиков с автоматическим обновлением каждый час
- ✓ Актуализация стоимости и сроков доставки в зависимости от региона
- ✓ Сравнение цен в каталогах с рыночными ценами
- ✓ Настройка лимитов покупок и контроль расходов

Эффекты от внедрения

-92%

Сокращение сроков поставки до 2-7 дней

-7%

Снижение складских запасов

-35%

Оптимизация в сопровождении закупок

95%

Пользователей являются заявителями, 5% – сотрудниками отделов закупок

➔ **Присутствие во всех сегментах рынка в совокупности с комплементарными ИТ-сервисами формирует самое широкое продуктовое предложение и экосистему среди конкурентов**

Ключевые критерии	В2В РТС	СБЕР А	РОСЭАТОРГ	ТЭК-Торг	ЭТП ГИБ	Tenderpro	bidzaar	СФФ Фабрикант
Реестр федеральных ЭТП	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✗
44-ФЗ, шт.	42 461	~30 000	~21 000	~8 000	~7 000	н.п. ⁽⁶⁾	н.п.	н.п.
223-ФЗ, шт.	10 851	~3 000	~3 000	~1 000	~2 000	н.п.	н.п.	н.п.
Коммерческая ЭТП, шт.	2 305	~200	~700	~300	~600	~400	~900	~200
44-ФЗ, шт.	94 053 / 130 582 ⁽³⁾	~73 000	~64 000	~27 000	~21 000	н.п.	н.п.	н.п.
SRM/ERP	B2B Altis	✗	✗	✗	✓	✗	✓	✗
КИМ⁽⁴⁾	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
НСИ⁽⁵⁾	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗

(1) Представлены активные заказчики с более чем 1 проведенной закупкой и активные поставщики с более чем 1 поданной заявкой за период 2024 г. (2) Данные по поставщикам приведены без учета сведений, ограниченных к распространению в соответствии с Оптимизационными поправками Минфина к 44-ФЗ и Постановлением Правительства РФ от 27.01.2022. (3) Представлено по фактическим данным компании за 2024 г. (4) КИМ – корпоративный интернет магазин. (5) Нормативно-справочная информация (НСИ) – решение для управления справочниками и нормализации данных. (6) Не применимо ввиду отсутствия статуса федеральной ЭТП и как следствие, права на проведение регулируемых закупок

Ставки комиссий и тарифы



Регулируемые закупки

- В сегменте регулируемых закупок часть тарифов ограничена регуляторными мерами, вследствие чего индексация тарифов/увеличение ставок комиссии не предусматривается и не имеет серьезного потенциала к росту
- Другая часть регулируемых закупок формируется на рыночных условиях и в будущем имеет потенциал к росту



Нерегулируемые закупки

- Нерегулируемые закупки тарифицируются полностью на рыночных условиях

Стоит отметить, что почти во всех направлениях есть определенные тарифные лимиты, установленные в абсолютных значениях. Это также негативно влияет на текущую монетизацию оборота, проходящего через ЭТП

По нашим оценкам, средняя эффективная take-rate B2B-РТС составляет 0,08%

Компания монетизирует как заказчиков, так и поставщиков. При этом фокус в монетизации смещен на поставщиков

		Тарифы	Основа эффективности монетизации	Формирование тарифов
20%	44-ФЗ	1% от НМЦ, но не более 7,5 тыс. руб.	Число процедур	З
22%	223-ФЗ	МСП: От 1% от НМЦ, но не более 5 тыс. руб. +ид	Число процедур	З
		не МСП: От 1% от НМЦ, но не более 75 тыс. руб. +ид	Число процедур и уровень НМЦ	Р
10%	ЭМО	1,5% от НМЦ	Уровень НМЦ	Р
1%	615-ПП	От 0,5% от НМЦ до 14 тыс. руб. +ид	Число процедур и уровень НМЦ	Р
4%	Имущественные торги	От 0 до 12% от НМЦ за лот +ид	Число определенного типа процедур и уровень НМЦ	З
22%	Коммерческий сегмент	До 495 тыс. руб. в год	Число процедур в адресных сегментах	Р
х	Доля в совокупном доходе за 2025 г., %		х Инвестиционный доход / доход от управления активами	х Тариф регулируется на законодательном уровне
			х Тариф регулируется на законодательном уровне	х Тариф формируется на рыночных условиях

		57% Транзакционная модель	22% Подписочная модель	6% Лицензионная и прочая модели
+ид 15%	Регулируемые закупки	Тариф за участие в процедуре п	Абонентская плата за доступ к ЭТП п	Лицензионные платежи п з
	Коммерческие закупки	Плата за победу в процедуре п	Абонентская плата за доступ к ЭТП п з	Плата за внедрение и сопровождение п з
+ид	Инвестиционный доход / доход от управления активами п з		Платит заказчик/поставщик х%	Доля в совокупном доходе за 2025 г.
Решения и сервисы				

Рынки присутствия

03

- ▶ **Целевыми рынками для компании являются рынки регулируемых закупок в рамках 44-ФЗ, 223-ФЗ, 615-ПП, ЗМО, имущественных торгов, а также нерегулируемых закупок компаний без гос. участия через независимые ЭТП**

- ▶ Перечисленные целевые рынки **в сфере регулируемых закупок** стимулируются расходами консолидированного бюджета. В рамках нашей модели мы используем прогнозы по расходам консолидированного бюджета РФ до 2028 г. на основе комментариев Минфина и оценок КЕРТ; далее мы прогнозируем рост этих расходов на основе наших макроэкономических прогнозов по инфляции, росту ВВП и изменению курса рубля. Описываемые расходы могут осуществляться **через ЭТП (целевой рынок)**, либо могут осуществляться через другие каналы

- ▶ **В сфере нерегулируемых закупок**, объем целевого рынка стимулируется объемом операционных и капитальных затрат на закупку физических и нематериальных активов организациями РФ. Данный объем был оценен специалистами КЕРТ и спрогнозирован до 2027 г. Дальнейший прогноз данных затрат также строим на основе наших макроэкономических прогнозов по инфляции, росту ВВП и изменению курса рубля. Компании могут осуществлять закупки напрямую у конкретных поставщиков в рамках заключенных контрактов, через ЭТП собственной разработки (*кэптивные ЭТП, включают в себя использование SAP/Oracle*), через нишевые B2B-маркетплейсы, а также **через независимые ЭТП (целевой рынок)**

- ▶ **Мы ожидаем роста доли независимых ЭТП в структуре нерегулируемых закупок** благодаря отсутствию регуляторных ограничений тарифов, потенциалу большего внедрения ЭТП в закупочные процессы (с опорой на уровни данного показателя в развитых странах), расширению деловой активности и росту уровня цифровизации коммерческих организаций. По этой причине **рост целевых рынков компании будет превышать темпы роста совокупных расходов организаций.**

- ▶ **Наиболее быстрорастущий сегмент**, на который компания делает ставку, - **сегмент ЗМО**. На данный момент этот сегмент имеет небольшой объем, так как **исторически ЗМО проводились в офлайн-формате** с использованием упрощенного механизма для оперативного проведения закупок. Однако, по мнению консультантов КЕРТ, ожидается, что объем регулируемых торгов через ЗМО в онлайн-формате будет расти опережающими темпами и может составить 2,4 трлн руб. к 2030 г. за счет изменений законодательства, предполагающих **обязательное проведение ЗМО в онлайн-формате с февраля 2027 г.** Мы считаем данные оценки довольно амбициозными и в своей модели закладываем менее стремительные темпы роста выручки сегмента. **Ожидаем роста объема до 0,6 трлн руб. к 2030 г.**

Общие драйверы роста рынков присутствия

- Постепенное снижение ключевой ставки и инфляции, ощутимые позитивные эффекты от которых реализуются в 2027-2028 гг.
- Отложенный спрос и увеличение частотности торговых операций на фоне улучшения геополитической ситуации
- Общая тенденция к цифровой трансформации в стране

Регулируемые закупки



Ключевые драйверы роста сегмента регулируемых закупок

- Опережающие темпы роста сегмента ЗМО за счет его регулирования в сторону торгов в электронном виде (сегмент ЗМО не имеет потолка по размеру тарифа)
- Среднегодовое увеличение расходов консолидированного бюджета на 5,8% до 2028 года
- **Крупные инфраструктурные проекты**

Заказчик/ Отв-ное лицо	Проект	Отрасль	Оценка инвестиций в 2025-2030 гг., трлн руб.
РОСНЕФТЬ	Восток Ойл		12
РОСАВТОДОП	Национальный проект «Инфраструктура для жизни»		11
РЖД	Инвестиционная программа РЖД		8
МИНИСТЕРСТВО ТРАНСПОРТА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	Национальный проект «Эффективная транспортная система»		8
РОСАТОМ	Развитие северного морского пути		2
МИНПРОМТОРГ РОССИИ	Национальный проект «Промышленное обеспечение транспортной мобильности»		2
ПОЛЮС	Сухой Лог		0,7

Транспортная инфраструктура

Нефтегаз

Горнодобыча

Производство техники

- Национальные проекты и инвестиционные программы крупнейших компаний создают **предсказуемый спрос на оборудование, работы и услуги**
- **Существенное количество заказчиков и подрядчиков осуществляют закупки на площадках В2В-РТС** в рамках крупных инфраструктурных проектов
- **Стратегический курс на импортозамещение:**
Согласно указу Президента от 07.05.2024 определены цели по импортозамещению:
 - Снизить долю импорта товаров и услуг в структуре ВВП **до 17% к 2030 году**
 - Увеличить к 2030 году долю отечественных высокотехнологичных товаров и услуг **в 1,5 раза по сравнению с 2023 годом**
 - К 2030 году нарастить инвестиции в основной капитал **не менее чем на 60% к 2030 году (от уровня 2020 года)**
- **Крупные объемы господдержки:** прямое финансирование, льготное кредитование, налоговые стимулы, преференции в госзакупки и др.

Расходы консолидированного бюджета и доля расходов через ЭТП



Динамика регулируемых закупок через ЭТП



Структура регулируемых закупок через ЭТП



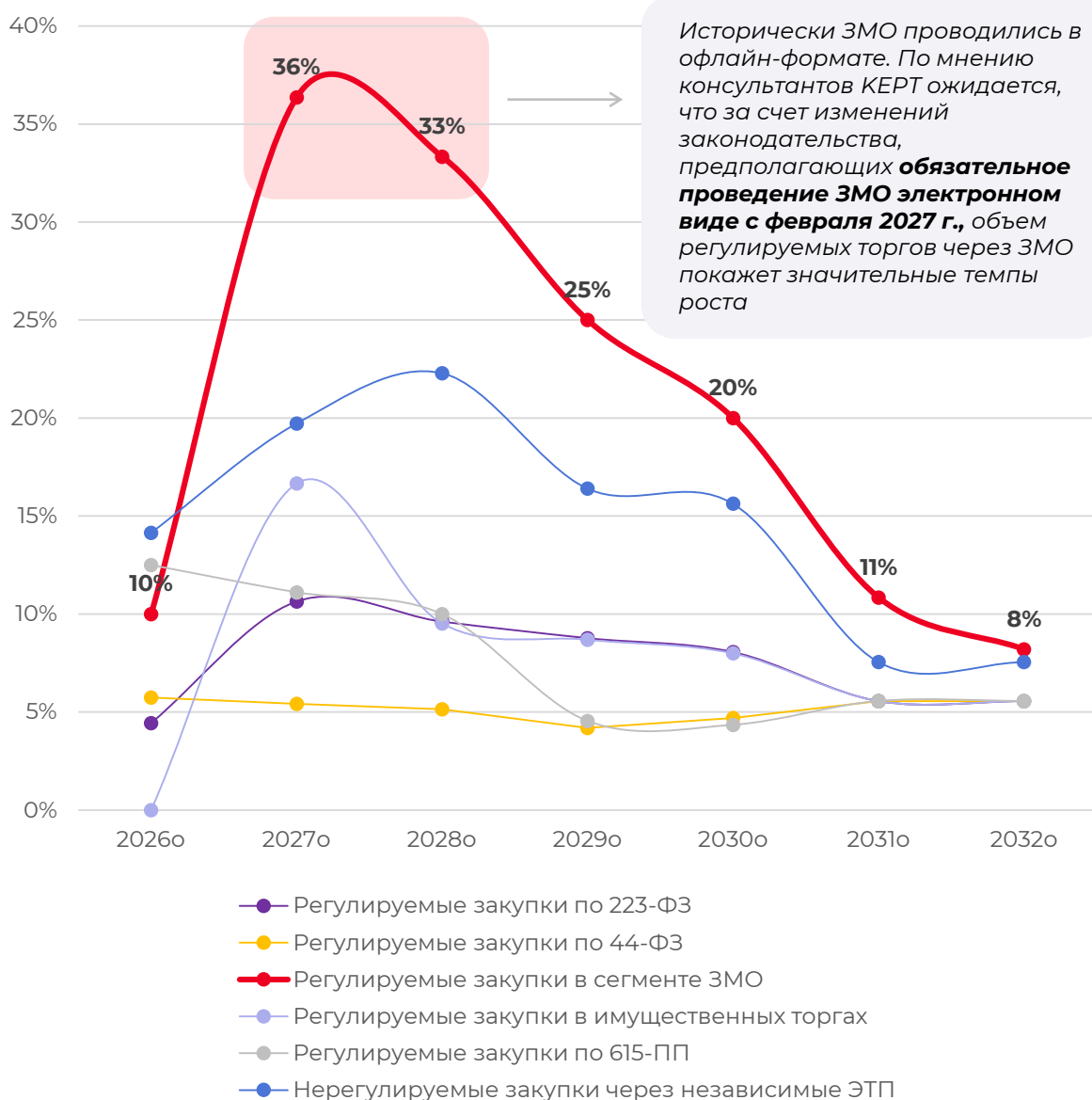
Источник: Совкомбанк, КЕРТ, DataInsight

Рынок закупок малого объема (ЗМО)

Отмечаем, что, согласно нашим прогнозам, 23% прироста выручки B2B-PTC в 2025-2030 гг. произойдет за счет роста комиссий и тарифов, получаемых в рамках электронных закупочных процедур на рынке ЗМО.

Столь высокая доля в «новой» выручке обусловлена прежде всего высокими темпами роста самого рынка, которые кратно опережают темпы роста «классических» сегментов рынка электронных закупок

Темпы роста сегментов рынка тендерных закупок



Нерегулируемые закупки

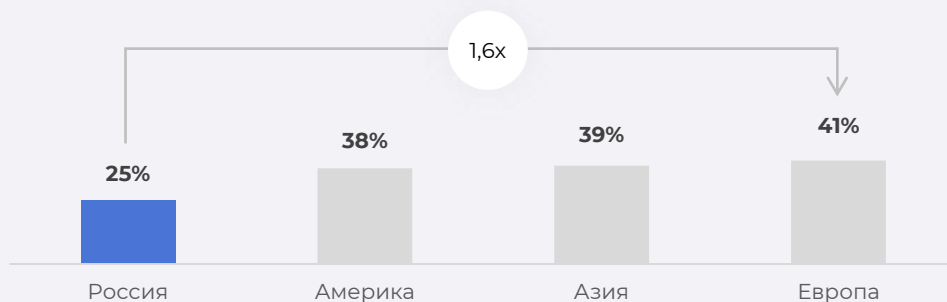


Ключевые драйверы роста сегмента нерегулируемых закупок

- Рост проникновения электронных закупок в операционные процессы компаний при наличии значительного потенциала дальнейшего роста — с учетом более высоких значений данного показателя в других странах

Значительный потенциал проникновения цифровых закупок

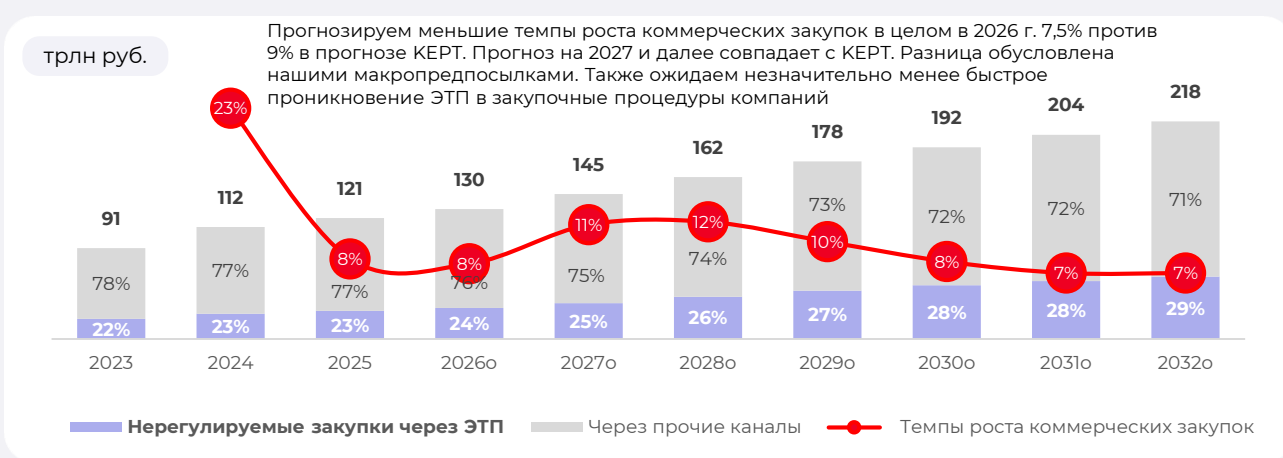
Доля компаний, использующих специализированное ПО и сервисы для закупок в 2024 г., %



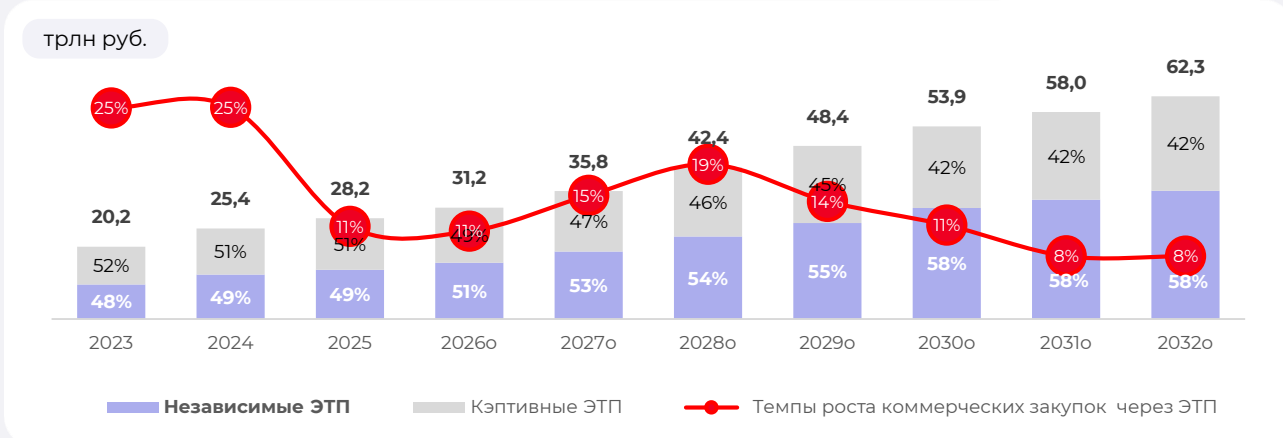
- Существенная и подтвержденная **оптимизация затрат клиентов** на закупочные процессы при использовании ЭТП
- Продолжающиеся улучшения продуктов/платформенных решений, способствующие большему уровню удобства для пользователей и снижающие порог входа для малого и среднего бизнеса (МСБ)
- Миграция коммерческих компаний РФ с SRM-платформ SAP и Oracle на российские независимые ЭТП

Нерегулируемые закупки

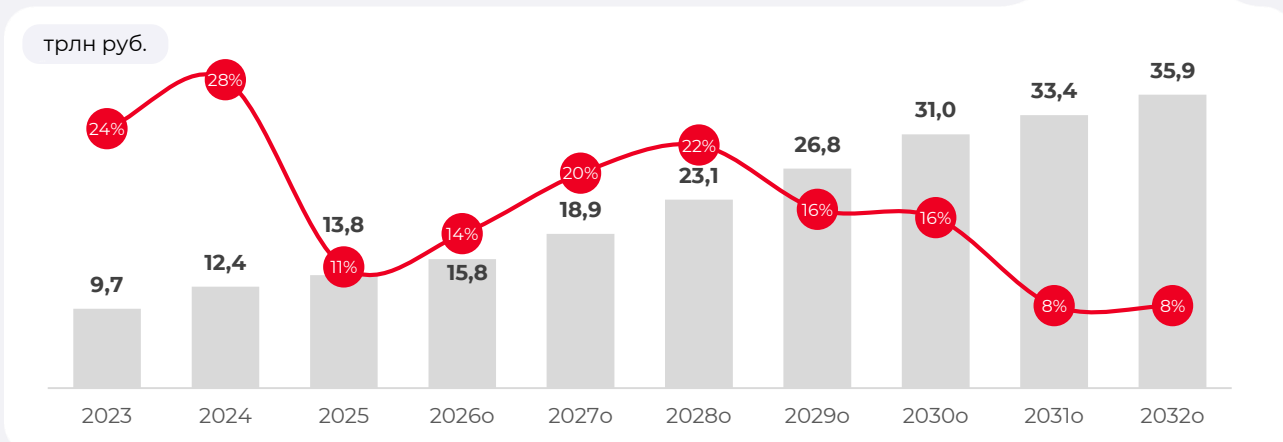
Объемы закупок коммерческих компаний и доля закупок через ЭТП



Динамика и структура нерегулируемых закупок через ЭТП



Объем нерегулируемых закупок через независимые ЭТП

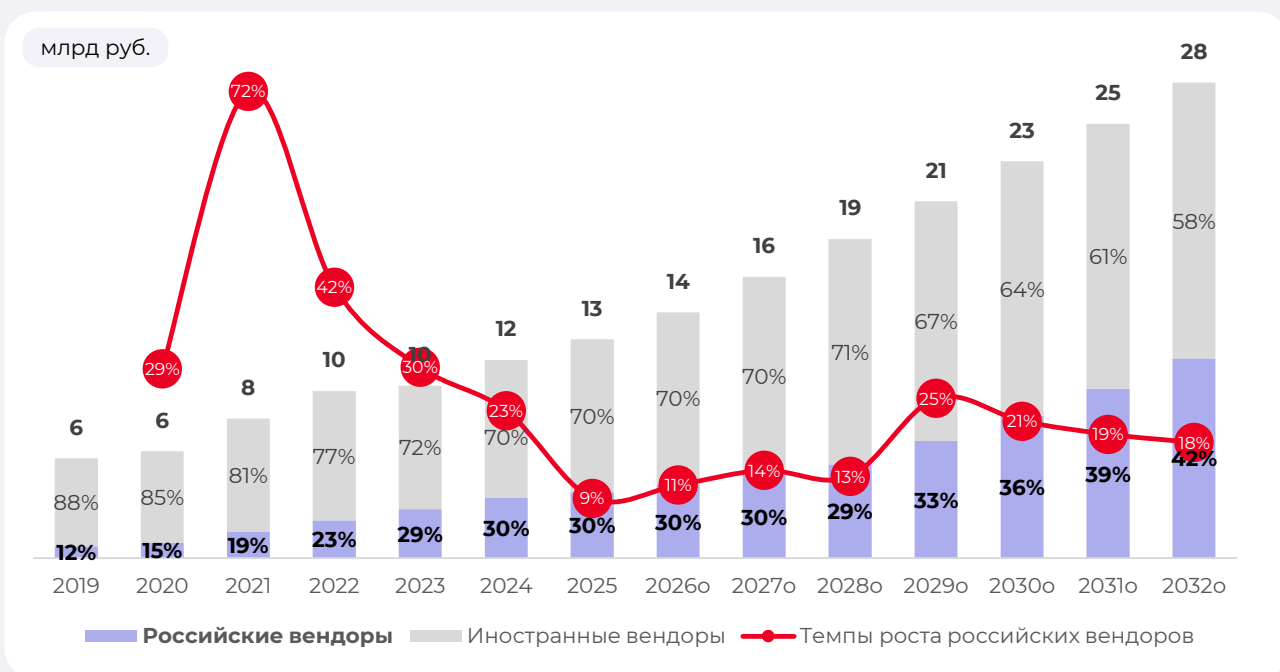


Комплементарные ИТ-продукты

➤ Большая часть рынка представлена SRM-системами. Около 70% рынка в 2025 г. было сформировано за счет использования иностранных SRM-систем, в частности SAP и Oracle. Ожидаем, что рынок в целом будет расти за счет индексации цен и увеличения проникновения в малый и средний бизнес, так как использование SRM позволяет оптимизировать расходы на закупочные процессы. Доля российских решений будет расти, что отразится в их опережающих рынок темпах роста

На графике ниже общие исторические объемы рынка являются оценками DataInsight. Аналитики KEPT оценивают объемы рынка только для российских вендоров. В прогнозном периоде общий объем рынка SRM моделируется в соответствии с нашей отдельной моделью по ИТ-рынку РФ. Доля российских вендоров в общем объеме рынка прогнозируется исходя из соотношения прогнозных объемов рынка для российских вендоров согласно KEPT к общим объемам рынка согласно DataInsight.

Рынок SRM-систем и сопутствующих сервисов



Источник: Совкомбанк, KEPT, DataInsight

Доля в общем целевом рынке в деньгах

- **Сама компания не комментирует долю рынка в денежном выражении, считая это некорректным** и объясняя тем, что на денежную долю могут повлиять большие разовые сделки, приводящие к искажениям.

Также компания отмечает, что объем рынка в денежном выражении важен только в секции ЗМО и части имущественных торгов, где отсутствует сейчас верхний порог комиссии, однако через эти секции проходят сравнительно небольшие объемы торгов, а их доля в общей выручке ок.17%. Поскольку в секциях 44-ФЗ, 223-ФЗ, 615-ПП установлено ограничение комиссии за сделку, а в коммерческом сегменте основной моделью монетизации является подписка за доступ к ЭТП на период

- **Мы не согласны с таким подходом компании** и считаем, что важна доля не только в количественном, но и в денежном выражении. Объясняем это тем, что часть бизнеса компании по сути является комиссионной: выручка формируется как комиссия от объема сделок в денежном выражении через площадку. Таким образом, чем выше средний чек процедур (т.е. чем больше денежный оборот), тем выше выручка компании. Соответственно, чем выше доля компании в обороте, проходящем через ЭТП в денежном выражении, тем выше может быть потенциальная выручка компании.

Конечно в большинстве секций есть верхняя граница тарифа, но это абсолютно не означает, что текущий средний тариф за процедуру находится выше этой границы или хотя бы близок к ней.

- Оцениваем **текущую долю компании в 26%. Консервативно предполагаем, что доля В2В-РТС незначительно увеличится** в прогнозном периоде **до 28%**. На увеличение рыночной доли будут влиять инвестиции в развитие новых продуктов, а также наиболее широкий спектр услуг среди всех конкурентов. Не исключаем более высокой доли рынка в прогнозном периоде.

Исторические данные основаны на объемах оборота через площадку, раскрываемых компанией на своем сайте.

Оборот закупочных процедур через независимые ЭТП и доля В2В-РТС

трлн руб.



Финансы

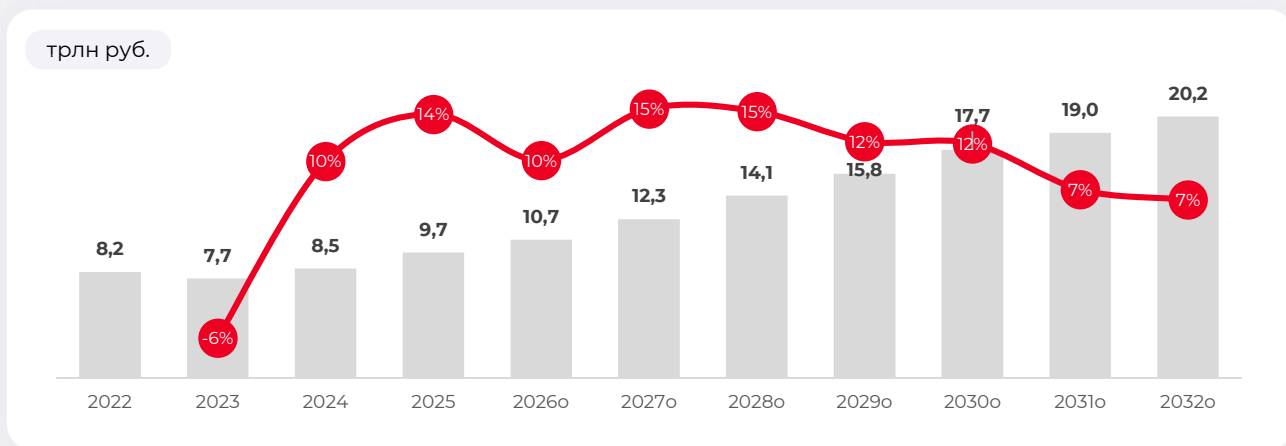
04

Операционные показатели

- **Основным драйвером выручки В2В-РТС является денежный объем закупочных процедур, проходящих через площадку (оборот)**

Ожидаем, что CAGR оборота в '25-'30 гг. составит 13%. Драйверами роста оборота компании выступают рост целевых рынков присутствия и рост рыночной доли В2В-РТС на этих рынках.

Динамика совокупного оборота через площадку



Источник: Совкомбанк, компания

- Согласно данным компании по объему оборота на площадке и количеству проведенных процедур, средний чек тендерной процедуры составляет 3,8 млн руб. Согласно нашим прогнозам, CAGR '25-'30 гг. среднего чека составит 6,4%. Основными драйверами будут выступать инфляция затрат в РФ и ослабление рубля
- Исходя из наших прогнозов по обороту в денежном выражении и среднему чеку, ожидаем, что CAGR '25-'30 гг. количества процедур (реальные темпы роста объема) на площадке составит 5,9%.

Динамика среднего чека процедуры



Источник: Совкомбанк

Динамика количества процедур, реализуемых через площадку



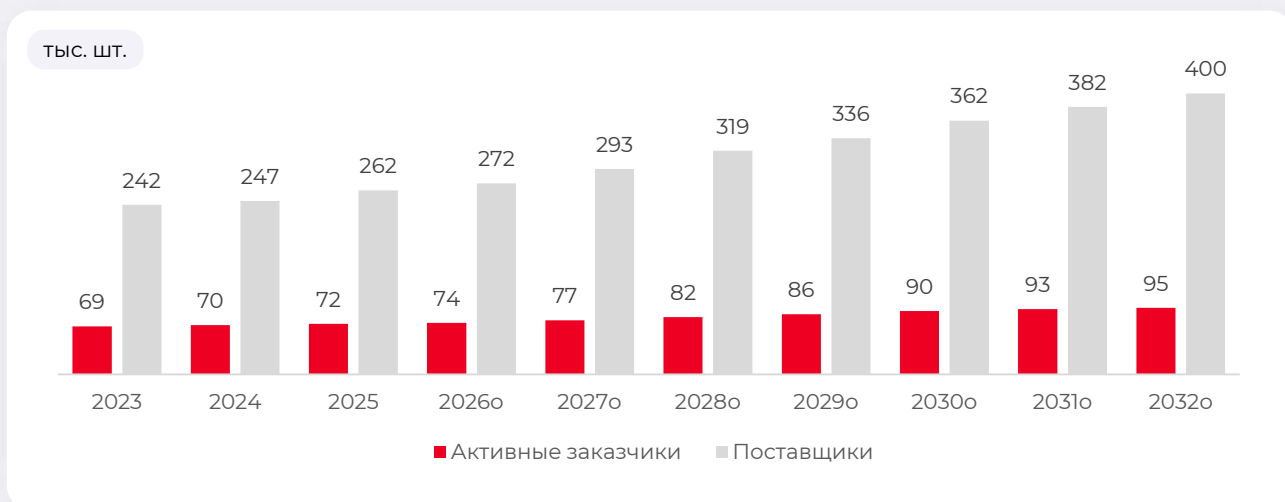
Источник: Совкомбанк, компания

Мы ожидаем, что рост количества процедур будет обусловлен увеличением числа процедур на 1 заказчика с 36 до 38 ед. в 2025-2030 гг. и ростом числа заказчиков с 72 до 90 тыс. с CAGR '25-'30 = 4,7%.

- Рост количества заказчиков, в свою очередь, будет возможен за счет конверсии поставщиков в заказчиков и привлечения новых клиентов. Ожидаем, что в дальнейшем в среднем 18% новых поставщиков будет конвертироваться в заказчиков. Компания таргетирует конверсию поставщиков в заказчиков на уровне >10%

Мы прогнозируем, что рост популярности площадки будет привлекать больше поставщиков. Прогнозируем, что количество поставщиков на 1 заказчика увеличится с 3,6 до 4,0 к 2030 г. и до 4,2 к 2032 г. Конверсия части поставщиков в заказчиков позволит площадке ускорить будущие темпы роста выручки.

Динамика активных заказчиков и поставщиков



Источник: Совкомбанк, компания

Количество процедур и поставщиков на 1 заказчика, ед.



Динамика новых заказчиков и поставщиков



Источник: Совкомбанк, компания

Источник: Совкомбанк, компания

Финансовые показатели. Выручка

Совокупный доход B2B-PTC складывается из трех направлений:

Выручка от комиссий и тарифов.

79% совокупного дохода в 2025 году

CAGR '25-'30 = 16%

Основное направление бизнеса, включающее выручку от взимания тарифов/комиссий с торгов по регулируемым закупкам (44-ФЗ, 223-ФЗ, ЗМО, имущественные торги, 615-ПП) и коммерческим закупкам

Выручка от решений и сервисов

6% совокупного дохода в 2025 году

CAGR '25-'30 = 27%

Включает платежи по лицензиям и платежи за внедрение/сопровождение закупочных сервисов и ПО – SRM (продукт B2B Altis), КИМ и НСИ

Доход от управления активами

15% совокупного дохода в 2025 году

CAGR '25-'30 = 1%

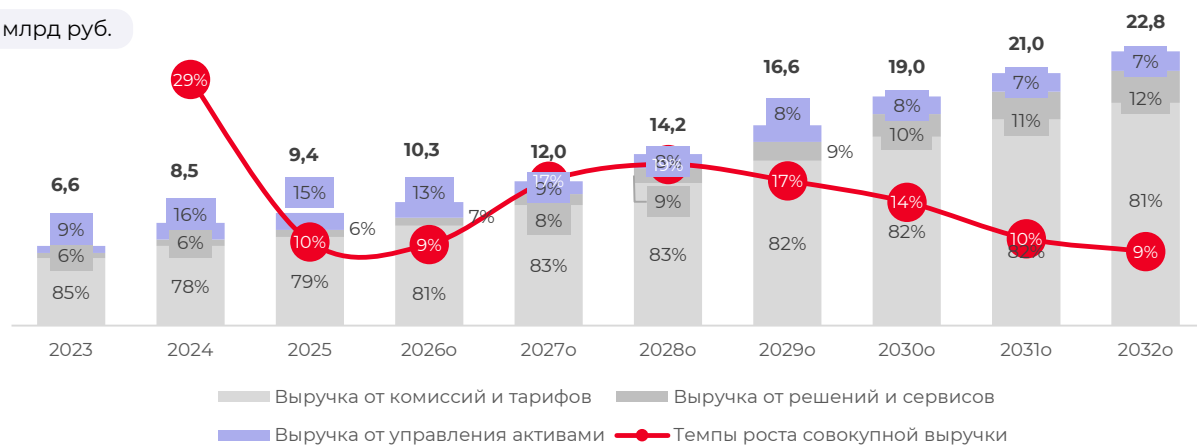
По некоторым видам торгов платформа требует внесения обеспечительных платежей клиентами для подтверждения участия в процедуре. Данная сумма удерживается в среднем 2-3 недели. В период удержания B2B-PTC инвестирует эти средства, получая процентные доходы от их размещения

Основными драйверами роста выручки будут являться ЗМО, кратный рост ARPU сегмента сервисов для поставщиков и индексация тарифов.

Подробнее – на следующих страницах отчета.

Динамика и структура совокупного дохода

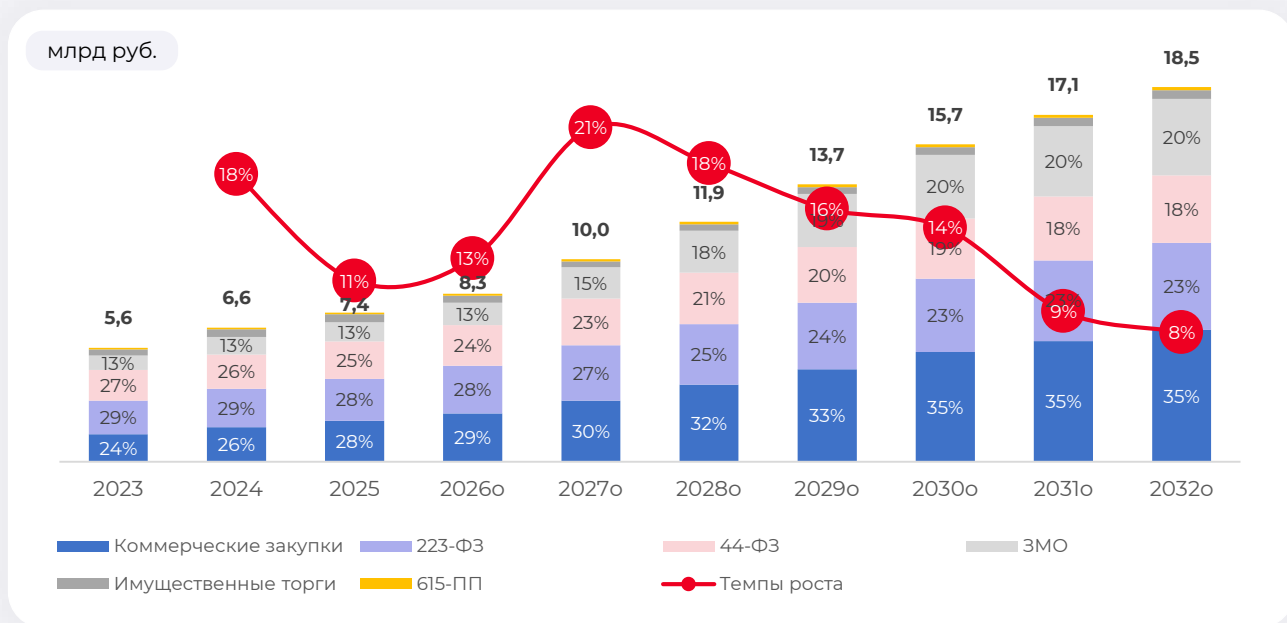
млрд руб.



➤ **Доля выручки от ЗМО в структуре выручки от комиссий и тарифов вырастет с 13% в 2025 г. до 25% к 2030 г.**

Опережающие темпы роста выручки данного сегмента прежде всего обусловлены **более высокими** темпами роста рынка ЗМО. По нашим оценкам, «эффективный take-rate» сегмента примерно в 10 раз выше, чем в остальных сегментах закупочных процедур.

Динамика и структура выручки от комиссий и тарифов по закупочным процедурам

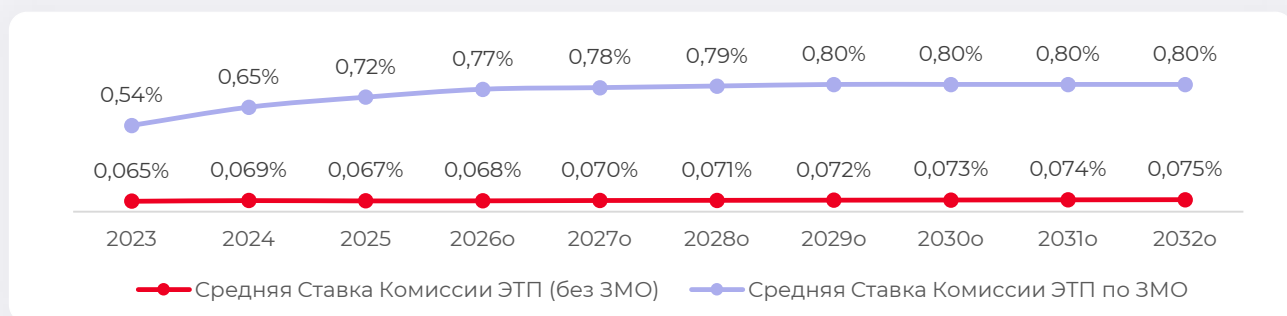


Источник: Совкомбанк, компания

➤ Ожидаем, что B2B-РТС за счет своих лидирующих позиций во всех сегментах, широкой и диверсифицированной продуктовой линейки и продолжающихся инвестиций в дальнейшее развитие собственных решений будет постепенно усиливать монетизацию собственной клиентской базы, что приведет к росту средних ставок комиссии/размеров тарифов.

Компания не раскрывает показатели средних эффективных ставок комиссии/тарифов по сегментам. На основе имеющихся данных мы рассчитываем эффективные take-rate в сегменте ЗМО и остальных сегментах для анализа монетизации клиентской базы. Ожидаем роста этих показателей в прогнозном периоде в соответствии с тезисами выше.

Динамика средних ставок комиссий ЭТП (выручка/оборот)



Источник: Совкомбанк, компания

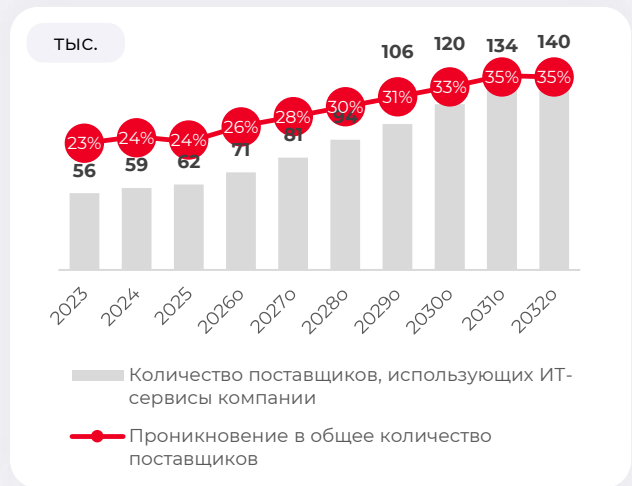
- **Выручка от решений и сервисов.** Количество закупщиков и поставщиков, использующих ИТ-сервисы компании, в частности SRM/ERP-сервис B2B Altis, будет расти за счет роста клиентской базы компании. Прогнозируем рост проникновения ИТ-сервисов в базу поставщиков с 24% в 2025 г. до 35% к 2031-2032 гг. за счет постепенного улучшения качества ИТ-сервисов и продолжения миграции клиентов с западных решений на отечественные
- Ожидаем роста среднего чека на клиента (ARPU) за счет общерыночной индексации цен на ПО и ИТ-сервисы, а также увеличения количества используемого ПО и ИТ-сервисов на 1 клиента.

Динамика и структура выручки от решений и сервисов



Источник: Совкомбанк, компания

Кол-во поставщиков, использующих ИТ-сервисы компании



Источник: Совкомбанк, компания

- **Выручка от управления активами** – ожидаем постоянного снижения до 2027 г. включительно из-за существенного смягчения ДКП по сравнению с 2024 г. С 2028 г. ожидаем роста на фоне увеличения активов, генерирующих процентный доход, за счет роста клиентских гарантийных обеспечений.

Динамика активов, генерирующих % доходы, и эффективной % ставки



Источник: Совкомбанк, компания

Динамика выручки от управления активами



Источник: Совкомбанк, компания

Денежные расходы

- На текущий момент основным компонентом денежных расходов B2B РТС является оплата труда сотрудников – она составила 71% всех денежных расходов по итогам 2025 г., и мы прогнозируем что ее доля останется практически неизменной и составит 70% в 2030г.

Помимо этих расходов в 2025 г. сопровождение ПО, расходы на агентские услуги и прочие операционные расходы составили оставшиеся 29% в 2025 г. (30% в 2030 г.)

➤ Расходы на персонал

34% совокупного дохода
в 2025 году

CAGR '25-'30 = 14%

Включают в себя заработную плату и страховые взносы. По нашим оценкам по итогам 2025 г. 46% всех расходов на персонал пришлось на IT-сотрудников, 33% - на сотрудников отделов продаж и поддержки, 21% - на административный персонал

➤ Сопровождение программного обеспечения

7% совокупного дохода
в 2025 году

CAGR '25-'30 = 15%

Группа привлекает подрядные организации для сопровождения работы ПО для бесперебойной работы ЭТП, а также для доработки этого ПО в связи с изменениями законодательства или запросами клиентов

➤ Расходы на агентские услуги

4% совокупного дохода
в 2025 году

CAGR '25-'30 = 12%

Включают в себя расходы на привлечение покупателей через агентскую сеть, в том числе на рекламу, консультирование клиентов по вопросам работы с ЭТП и проведение обучений

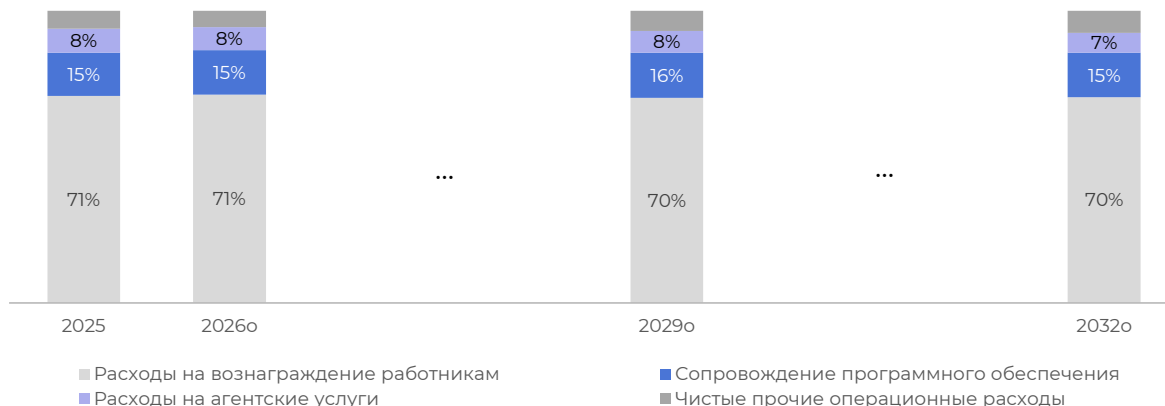
➤ Прочие операционные расходы (за вычетом прочих операционных доходов)

3% совокупного дохода
в 2025 году

CAGR '25-'30 = 14%

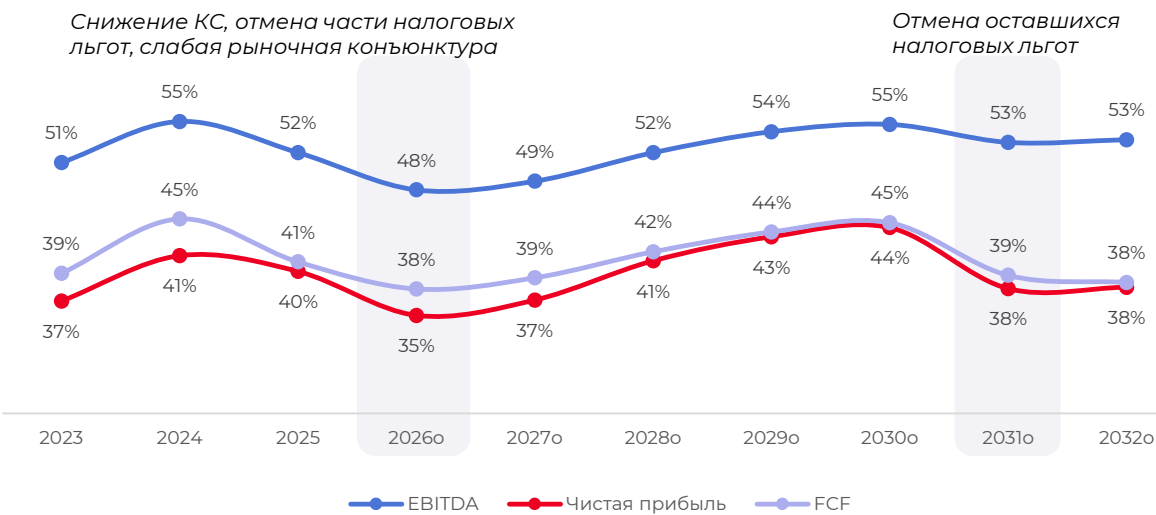
В состав расходов входят расходы на рекламу, транспортные расходы, проф. услуги, материальные/телеком/представительские/арендные и другие виды расходов. В состав доходов входят прочие доходы от управления активами, гос. гранты и др.

Структура денежных расходов в 2025-2030 гг.



Источник: Совкомбанк, компания

Динамика рентабельности EBITDA, Чистой прибыли и FCF



Источник: Совкомбанк, компания

➤ **Драйверами роста расходов на персонал являются увеличение численности и повышение заработных плат сотрудников.**

Темпы роста кол-ва сотрудников в сравнении с реальным ростом



Динамика структуры кол-ва сотрудников по категориям



Источник: Совкомбанк, компания

Источник: Совкомбанк, компания

Темпы роста зарплат по категориям сотрудников в сравнении с инфляцией в РФ



Источник: Совкомбанк, компания

- В рамках отчетности по МСФО компания детализирует выручку и расходы до уровня ЕВТ по четырем сегментам. Ниже приведены исторические сегментные показатели и наши прогнозы
- **Самый рентабельный сегмент — «Нерегулируемые закупки» с EBITDA-рентабельностью 60%. Это объясняется тем, что при схожих затратах на создание платформы компания в сегменте нерегулируемых закупок свободнее в формировании тарифов и комиссий.**
- Опережающий рост выручки нерегулируемого сегмента стимулирует рост консолидированной рентабельности по EBITDA компании.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по сегментам

млрд руб.	2023	2024	2025	2026o	2027o	2028o	2029o	2030o	2031o	2032o
Совокупный доход	6,6	8,5	9,4	10,3	11,9	14,2	16,6	19,0	20,9	22,7
- регулируемые закупки	4,3	4,9	5,3	5,9	7,0	8,0	9,1	10,3	11,2	12,0
- нерегулируемые закупки	1,4	1,7	2,0	2,4	3,0	3,8	4,6	5,4	6,0	6,5
- сервисы, прочие услуги и решения	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	1,6	1,9	2,3	2,6
- управление активами	0,6	1,4	1,4	1,3	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5
Темпы роста		29%	10%	9%	16%	19%	17%	14%	10%	9%
- регулируемые закупки		15%	9%	11%	18%	15%	14%	12%	9%	7%
- нерегулируемые закупки		25%	19%	18%	26%	26%	20%	19%	10%	9%
- сервисы, прочие услуги и решения		31%	7%	15%	38%	34%	26%	23%	20%	15%
- управление активами		130%	4%	-9%	-24%	8%	22%	5%	7%	6%
EBITDA*	3,3	4,5	4,6	4,5	5,5	7,0	8,6	10,1	10,8	11,9
- регулируемые закупки	2,3	2,8	2,8	2,8	3,4	4,0	4,6	5,2	5,4	5,8
- нерегулируемые закупки	0,8	1,0	1,2	1,4	1,9	2,5	3,1	3,8	4,1	4,5
- сервисы, прочие услуги и решения	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,8	1,1	1,4
- управление активами	0,2	0,8	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Рентабельность	50%	53%	49%	44%	46%	50%	52%	53%	52%	52%
- регулируемые закупки	54%	57%	52%	48%	48%	49%	50%	50%	48%	48%
- нерегулируемые закупки	59%	59%	60%	59%	62%	66%	68%	69%	68%	69%
- сервисы, прочие услуги и решения	-16%	-17%	-8%	-30%	-2%	21%	34%	43%	47%	53%
- управление активами	42%	59%	44%	37%	30%	29%	29%	26%	20%	18%

Источник: Совкомбанк, компания

* Показатель в таблице не включает в себя прочие нераспределенные доходы, поэтому отличается от консолидированного

- Сегментные прогнозы по компании также полезны, так как позволяют лучше понимать уровень ЕВТ каждого направления
- Это, в свою очередь, важно, поскольку компания получает льготы по налогу на прибыль в сегментах «нерегулируемых закупок» и «сервисов, прочих услуг и решений»
- В рамках наших прогнозов предполагаем, что эффективная ставка налога на прибыль в сегментах «нерегулируемых закупок» и «сервисов, прочих услуг и решений» равна 5% до 2030 г. и 25% после. В сегменте «управление активами» предполагаем стандартную ставку 25%. В сегменте «регулируемых закупок» эффективная ставка налога на прибыль рассчитывается остаточным методом.

Динамика налога на прибыль и его эффективной ставки, млрд руб.

млрд руб.	2023	2024	2025	2026 ^o	2027 ^o	2028 ^o	2029 ^o	2030 ^o	2031 ^o	2032 ^o
Прибыль до налогообложения	3,2	4,5	4,8	4,7	5,6	7,1	8,7	10,2	10,9	12,0
- регулируемые закупки	2,2	2,7	2,7	2,7	3,2	3,8	4,4	5,0	5,2	5,5
- нерегулируемые закупки	0,8	1,0	1,2	1,4	1,8	2,5	3,0	3,7	4,0	4,4
- сервисы, прочие услуги и решения	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,8	1,0	1,3
- управление активами	0,3	0,9	1,0	0,9	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7
Эффективная ставка налога на прибыль	18%	16%	19%	19%	18%	17%	16%	15%	25%	25%
- регулируемые закупки	21%	19%	20%	21%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
- нерегулируемые закупки	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	25%	25%
- сервисы, прочие услуги и решения	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	25%	25%
- управление активами	20%	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Налог на прибыль	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-2,6	-2,8
- регулируемые закупки	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
- нерегулируемые закупки	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1
- сервисы, прочие услуги и решения	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3
- управление активами	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2

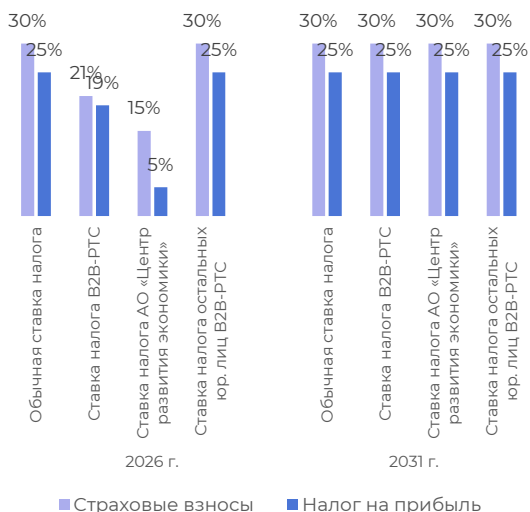
Источник: Совкомбанк, компания

* Показатель в таблице не включает в себя прочие нераспределенные доходы, поэтому отличается от консолидированного

Налоговые льготы

- В2В-РТС пользуется льготами по налогу на прибыль (5% вместо 25%) и страховым взносам на сотрудников (15% до з/п 253 тыс. руб./мес. и 7,6% выше, вместо 30%). Отмечаем, что льготы применяет компания АО «Центр развития экономики», которая включает в себя выручку от ИТ-услуг и сервисов и выручку от комиссий/тарифов по нерегулируемым торгам.
- Доля сотрудников, получающих льготы, составляет 60%, а доля ЕВТ, облагаемого по льготной налоговой ставке 5%, составляет 23% в 2025 г. Льготу по НДС компания получает только на ряд ИТ-продуктов, доля которых в выручке незначительна
- Поэтому при отмене налоговых льгот эффект на компанию будет гораздо менее выраженным, чем на разработчиков ПО, у которых FCF при отмене льгот без переноса новых налоговых расходов в цены может снижаться на более чем 20%.
- **В базовом сценарии мы предполагаем, что после 2030 г. льготы для ИТ-отрасли будут отменены.** Это может негативно отразиться на FCF компании в случае, если цены не будут повышены для компенсации возросших расходов.
- **В случае отмены налоговых льгот и при отсутствии переноса новых расходов в цены/тарифы/комиссии для клиентов FCF компании может снизиться примерно на 11%**

Налоговые ставки в 2026 г. и 2031 г.: В2В-РТС и законодательно установленные уровни



Влияние изменения налоговых ставок на FCF компании в 2026 г.



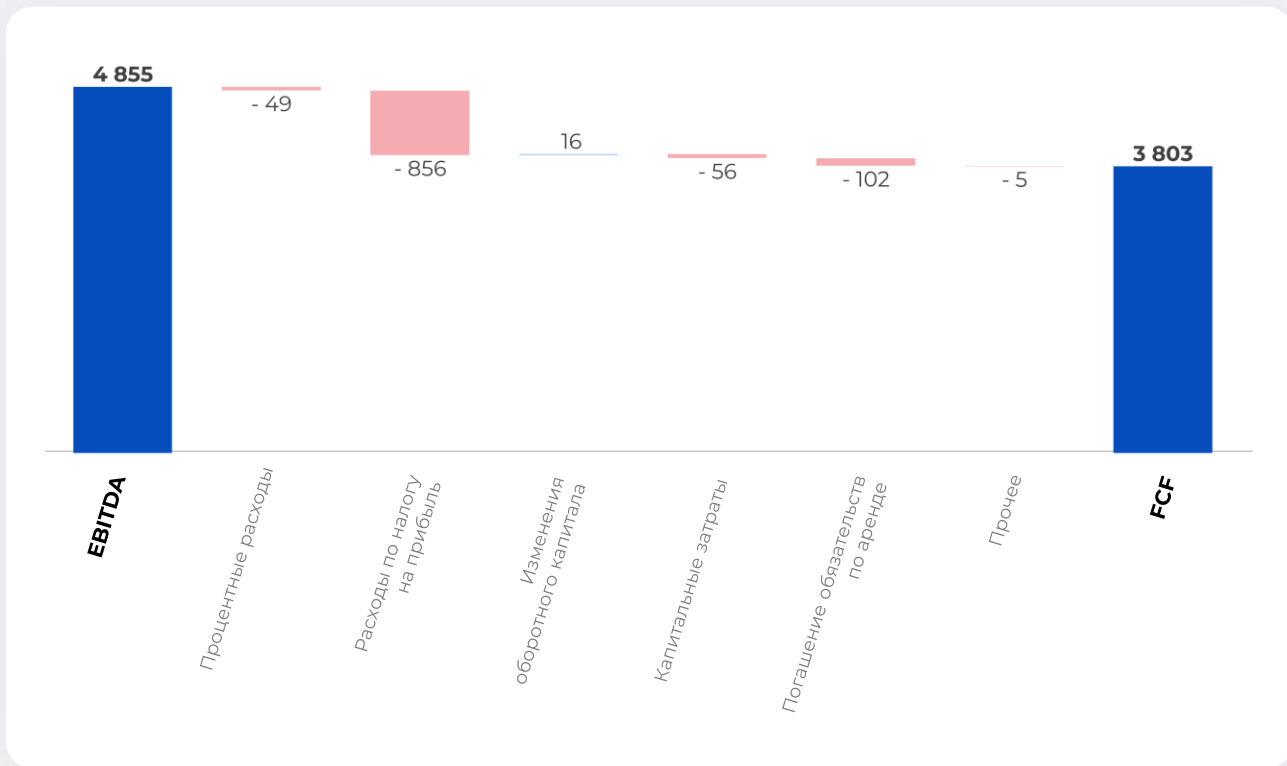
Оборотный капитал, лизинговые платежи и CAPEX

- Модель бизнеса ЭТП не требует существенных вложений в основные средства. Наибольшая статья CAPEX – это серверное оборудование и техника для персонала. Компания не строит собственные ЦОДы, а использует услуги колокации. **Среднее соотношение CAPEX к совокупному доходу составит 1,2% в прогнозном периоде**
- Арендные платежи за офисы, прочие помещения и услуги по коллокации составят **в среднем 1,8% от совокупного дохода в прогнозном периоде**
- В2В-РТС имеет **отрицательный оборотный капитал**. У компании **нет потребности в наличии каких-либо материальных запасов, дебиторская задолженность почти не аккумулируется**, так как клиенты получают доступ к ЭТП компании и ее сервисам только после фактической оплаты абонентского платежа за подключение. Также поставщики депонируют определенные денежные суммы для участия в закупочных процедурах, и в случае выигрыша плата списывается с уже депонированной суммы. То есть **у клиентов мало возможностей отсрочить платеж**.

При этом отношения с площадкой подразумевают возможность для клиентов заранее внести денежные средства, которые будут списываться в рамках абонентской платы за доступ к ЭТП и за победу в тендере. Таким образом, **В2В-РТС аккумулирует на балансе существенные суммы (около 10% выручки от услуг) в виде клиентских предоплат**, которые впоследствии будут признаны в составе выручки.

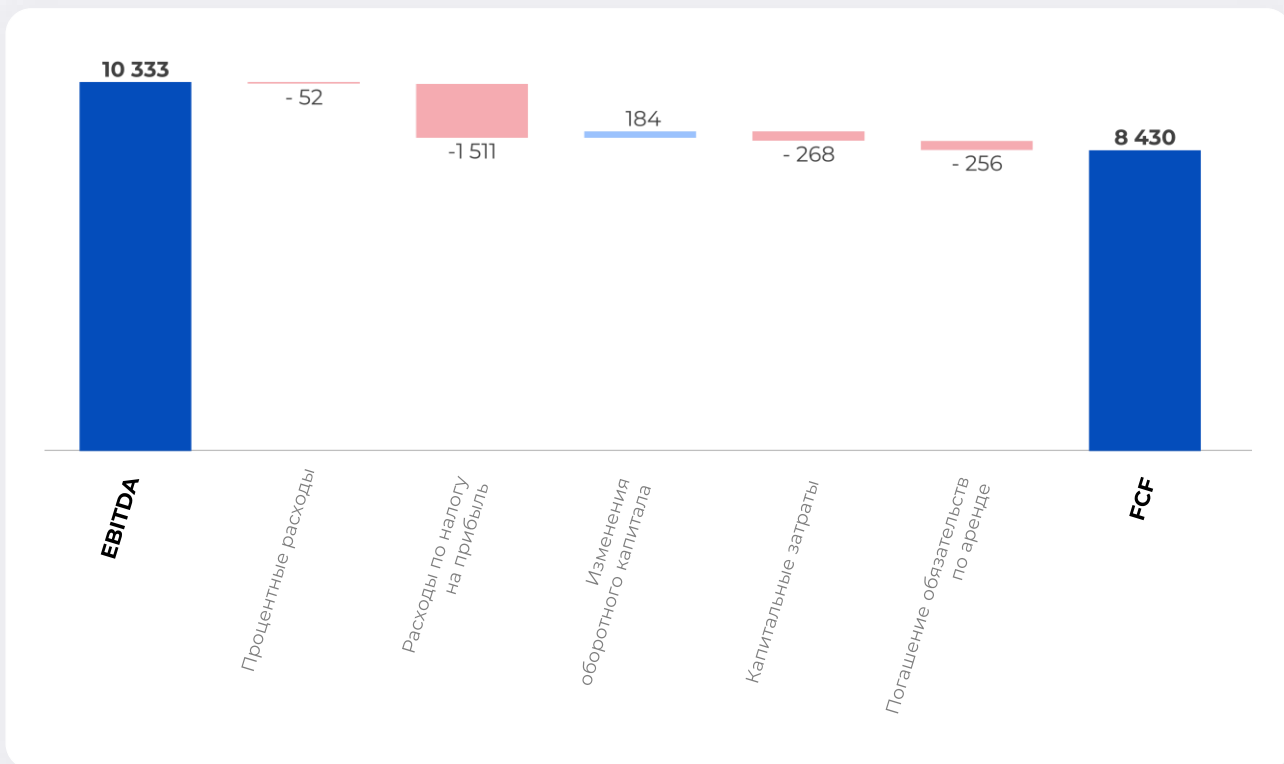
В итоге **средний приток денежных средств от изменений оборотного капитала в прогнозном периоде составляет 1,1%**.

Конвертация EBITDA в FCF в 2025 г.



Источник: Совкомбанк, компания

Конвертация EBITDA в FCF в 2030 г.



Источник: Совкомбанк, компания

Дивидендная политика

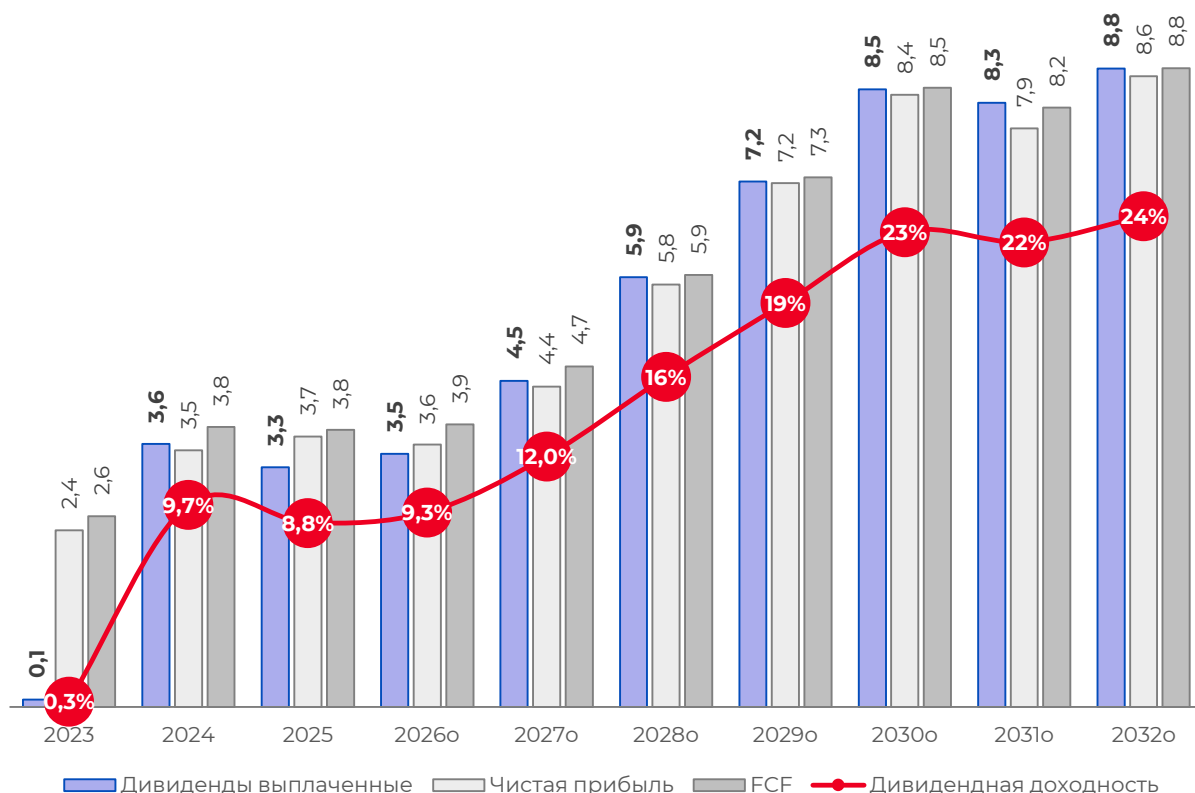
- У компании есть утвержденная дивидендная политика, предполагающая ежеквартальные дивидендные выплаты. Коэффициент выплат (дивиденды в % от чистой прибыли) не менее 50%, целевой ориентир отношения коэффициента дивидендных выплат В2В-РТС ожидается на историческом уровне 80% и более (в 2024-2025 гг. соотношение было на уровне 112% и 90% соответственно от ТТМ значения чистой прибыли по МСФО)

В рамках наших прогнозов, мы **ожидаем, что компания в отсутствие объявленной M&A стратегии будет направлять максимальный объем заработанного FCF на дивиденды.**

Поэтому мы не таргетируем какой-либо целевой уровень выплат от чистой прибыли, а предполагаем, что на момент каждой ежеквартальной выплаты коэффициент выплаты будет близок к 100% FCF предыдущего квартала.

Динамика дивидендов, чистой прибыли, FCF и дивидендной доходности

млрд руб.



Источник: Совкомбанк, компания

Прогноз ключевых финансовых показателей, млрд руб.

Количество акций - 179 млн

2023

2024

2025

2026о

2027о

2028о

2029о

2030о

Оценочная рыночная капитализация (Mcap), млрд руб.

37

Оценочная стоимость предприятия (EV), млрд руб.

37

Рыночные индикаторы

EV/EBITDA		7,7x	7,6x	6,3x	5,0x	4,1x	3,6x
P/E		10,0x	10,3x	8,5x	6,4x	5,2x	4,4x
EV/Revenue		4,0x	3,6x	3,1x	2,6x	2,2x	2,0x
EV/EBIT		8,3x	8,2x	6,9x	5,3x	4,3x	3,7x
P/B		10x	10x	10x	10x	10x	11x
Див. доходность		8,8%	9%	12%	16%	19%	23%
FCF доходность		10,2%	10%	13%	16%	20%	23%

Ключевые операционные результаты

Совокупный Оборот через площадку, млрд руб.	7 697	8 476	9 704	10 693	12 295	14 108	15 795	17 653
Темпы роста		10%	14%	10%	15%	15%	12%	12%
Оборот по ЗМО, млрд руб.	132	132	132	145	198	264	330	396
Темпы роста		0%	0%	10%	36%	33%	25%	20%
Активные заказчики, тыс.	69	70	72	74	77	82	86	90
Темпы роста		2%	3%	2%	5%	6%	5%	6%
Поставщики, тыс.	242	247	262	272	293	319	336	362
Темпы роста		2%	6%	4%	8%	9%	6%	8%
Количество процедур, реализуемых через площадку B2B-PTC, тыс.	2 471	2 569	2 579	2 666	2 826	3 034	3 215	3 438
Темпы роста		4%	0%	3%	6%	7%	6%	7%
Средний чек процедуры, тыс. руб./процедура	3 115	3 299	3 762	4 012	4 350	4 650	4 912	5 134
Темпы роста		6%	14%	7%	8%	7%	6%	5%
Средняя Ставка Комиссии ЭТП (без ЗМО), %	0,065%	0,069%	0,067%	0,068%	0,070%	0,071%	0,072%	0,073%
Средняя Ставка Комиссии ЭТП по ЗМО, %	0,54%	0,65%	0,72%	0,77%	0,78%	0,79%	0,80%	0,80%

Ключевые финансовые результаты, млрд руб.

Выручка от оказания услуг	6,0	7,2	7,9	9,0	10,9	13,1	15,3	17,6
Доход от управления активами	0,6	1,4	1,4	1,3	1,1	1,2	1,4	1,4
Совокупный доход	6,6	8,5	9,4	10,3	12,0	14,2	16,6	19,0
Темпы роста		29%	10%	9%	17%	19%	17%	14%
Денежные расходы	3,3	3,8	4,5	5,3	6,1	6,9	7,7	8,6
Темпы роста		18%	18%	18%	15%	12%	12%	13%
EBITDA без учета доходов от финансовых активов	3,1	3,9	4,2	4,4	5,5	7,0	8,6	10,0
EBITDA	3,4	4,7	4,9	4,9	5,9	7,4	9,0	10,4
Темпы роста		39%	3%	1%	19%	26%	22%	16%
Рентабельность от совокупных доходов	51%	55%	52%	48%	49%	52%	54%	55%
EBIT	2,9	4,3	4,5	4,5	5,4	7,0	8,6	10,0
Темпы роста		47%	3%	1%	20%	29%	23%	16%
Рентабельность от совокупных доходов	44%	51%	48%	44%	45%	49%	52%	52%
Чистая прибыль	2,4	3,5	3,7	3,6	4,4	5,8	7,2	8,4
Темпы роста		45%	5%	-3%	22%	32%	24%	17%
Рентабельность от совокупных доходов	37%	41%	40%	35%	37%	41%	43%	44%
FCF	2,6	3,8	3,8	3,9	4,7	5,9	7,3	8,5
Темпы роста		47%	-1%	2%	20%	27%	23%	17%
Рентабельность от совокупных доходов	39%	45%	41%	38%	39%	42%	44%	45%
Дивиденды выплаченные, млрд руб.	0,1	3,6	3,3	3,5	4,5	5,9	7,2	8,5
DPS, руб./акц.	0,6	20,2	18,4	19,4	25,0	33,0	40,3	47,4
Чистый долг	(0,2)	(0,8)	(1,3)	(1,6)	(1,8)	(1,7)	(1,7)	(1,7)
Чистый долг / EBITDA	-0,1x	-0,2x	-0,3x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,2x

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.

ОПУ, млн руб.	2023	2024	2025	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о	2031о	2032о
Выручка от оказания услуг	6 044	7 172	7 950	8 964	10 932	13 090	15 260	17 595	19 439	21 164
Доход от управления активами	596	1 371	1 428	1 303	1 064	1 157	1 390	1 448	1 537	1 622
Совокупный доход	6 640	8 543	9 378	10 266	11 996	14 247	16 650	19 044	20 976	22 786
Расходы на вознаграждение работникам	(2 146)	(2 572)	(3 201)	(3 807)	(4 361)	(4 846)	(5 380)	(6 024)	(6 999)	(7 519)
Сопровождение программного обеспечения	(570)	(657)	(672)	(815)	(942)	(1 059)	(1 190)	(1 344)	(1 498)	(1 636)
Амортизация НМА, ОС и активов в форме права пользования	(420)	(373)	(383)	(415)	(455)	(388)	(379)	(436)	(497)	(538)
Расходы на агентские услуги	(291)	(358)	(370)	(422)	(468)	(522)	(576)	(640)	(685)	(726)
Прочие операционные доходы	100	153	224	253	284	311	329	341	334	317
Прочие операционные расходы	(429)	(423)	(506)	(552)	(650)	(755)	(856)	(965)	(1 046)	(1 122)
Операционная прибыль торговой площадки	2 884	4 313	4 469	4 507	5 403	6 988	8 599	9 975	10 584	11 562
Процентные расходы	(25)	(24)	(49)	(49)	(42)	(41)	(47)	(52)	(59)	(64)
Прочее	22	(94)	151	(0)	--	0	0	0	0	0
Прибыль до налогообложения	2 881	4 195	4 571	4 458	5 362	6 947	8 552	9 923	10 525	11 498
Расходы по налогу на прибыль	(521)	(685)	(862)	(859)	(967)	(1 154)	(1 370)	(1 530)	(2 593)	(2 849)
Эффективная процентная ставка	-18%	-16%	-19%	-19%	-18%	-17%	-16%	-15%	-25%	-25%
Чистая прибыль за отчетный период	2 360	3 510	3 708	3 599	4 395	5 793	7 182	8 393	7 932	8 649

Источник: Совкомбанк, компания

Баланс, млн руб.

	2023	2024	2025	2026 ^о	2027 ^о	2028 ^о	2029 ^о	2030 ^о	2031 ^о	2032 ^о
Активы										
Основные средства	72	179	180	178	193	221	266	317	334	355
Гудвилл	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626
Нематериальные активы	1 030	799	589	439	285	250	280	317	353	386
Активы в форме права пользования	192	254	291	324	376	447	512	576	623	669
Инвестиции в совместное предприятие	38	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Отложенные налоговые активы	--	--	21	21	21	21	21	21	21	21
Прочие внеоборотные активы	18	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Итого внеоборотные активы	3 975	3 858	3 707	3 589	3 501	3 565	3 704	3 857	3 957	4 057
Денежные средства и их эквиваленты	7 521	5 557	1 932	3 446	6 002	8 652	9 663	10 579	11 454	12 328
Финансовые активы, оцениваемые по справедливой стоимости через прибыль или убыток	510	1 065	5 261	5 261	5 261	5 261	5 261	5 261	5 261	5 261
Финансовые активы, оцениваемые по справедливой стоимости через прочий совокупный доход	--	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Запасы	4	6	11	25	30	36	42	48	53	58
Прочие финансовые активы	287	34	88	88	88	88	88	88	88	88
Прочие нефинансовые активы	161	105	84	97	116	136	157	180	197	214
Итого оборотные активы	8 483	6 993	7 601	9 141	11 721	14 398	15 435	16 381	17 278	18 173
Итого активы	12 458	10 851	11 308	12 730	15 222	17 963	19 140	20 237	21 235	22 230
Капитал и обязательства										
Акционерный капитал	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2
Эмиссионный доход	--	--	6	6	6	6	6	6	6	6
Нераспределенная прибыль	3 461	3 368	3 691	3 817	3 740	3 641	3 616	3 539	3 185	3 079
Неконтролирующие доли участия	(7)	(12)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)
Итого капитал	3 454	3 355	3 681	3 806	3 730	3 631	3 605	3 529	3 175	3 069
Долгосрочные обязательства										
Обязательства по аренде	93	171	234	261	303	360	412	464	502	539
Отложенные налоговые обязательства	26	30	--	--	--	--	--	--	--	--
Итого долгосрочные обязательства	119	201	234	261	303	360	412	464	502	539
Краткосрочные обязательства										
Средства клиентов	7 595	5 786	5 843	6 953	9 310	11 928	12 880	13 777	14 720	15 587
Обязательства по аренде	107	97	79	85	95	109	122	134	143	152
Текущее обязательство по налогу на прибыль	70	68	131	114	111	111	131	147	249	273
Прочие финансовые обязательства	410	492	409	409	409	409	409	409	409	409
Прочие нефинансовые обязательства	704	852	931	1 100	1 263	1 415	1 579	1 777	2 037	2 200
Итого краткосрочные обязательства	8 886	7 295	7 393	8 662	11 189	13 971	15 122	16 245	17 558	18 622
Итого обязательства и капитал	12 458	10 851	11 308	12 730	15 222	17 963	19 140	20 237	21 235	22 230

Отчет о движении денежных средств, млн руб.

ОДДС, млн руб.	2023	2024	2025	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о	2031о	2032о
Денежный поток от операционной деятельности										
Прибыль до налогообложения	2 881	4 195	4 571	4 458	5 362	6 947	8 552	9 923	10 525	11 498
Амортизация	420	373	383	415	455	388	379	436	497	538
Прочие процентные доходы	(34)	(56)	(389)	(397)	(324)	(353)	(423)	(441)	(468)	(494)
Процентные расходы	25	24	49	49	42	41	47	52	59	64
Прочее	(36)	60	(132)	--	--	--	--	--	--	--
Изменение оборотного капитала	(0)	130	16	127	135	124	159	184	339	166
Проценты уплаченные	(25)	(24)	(49)	(49)	(42)	(41)	(47)	(52)	(59)	(64)
Налог на прибыль уплаченный	(497)	(685)	(856)	(859)	(967)	(1 154)	(1 370)	(1 530)	(2 593)	(2 849)
(Увеличение) / уменьшение средств клиентов	2 051	(1 809)	57	1 110	2 357	2 617	953	897	943	867
Итого денежный поток от операционной деятельности	4 786	2 208	3 649	4 855	7 019	8 570	8 249	9 469	9 243	9 727
Денежный поток от инвестиционной деятельности										
Приобретение основных средств	(36)	(108)	(44)	(32)	(61)	(91)	(118)	(139)	(121)	(132)
Приобретение нематериальных активов	(20)	(19)	(12)	(86)	(93)	(101)	(113)	(129)	(141)	(149)
Проценты полученные	40	64	369	397	324	353	423	441	468	494
Прочее	(226)	(389)	(4 208)	--	--	--	--	--	--	--
Итого денежный поток от инвестиционной деятельности	(243)	(453)	(3 895)	279	170	160	193	173	206	213
Денежный поток от финансовой деятельности										
Погашение обязательств по аренде	(103)	(111)	(102)	(145)	(162)	(188)	(224)	(256)	(288)	(312)
Дивиденды, выплаченные акционерам компании	(102)	(3 608)	(3 286)	(3 474)	(4 471)	(5 892)	(7 207)	(8 470)	(8 286)	(8 755)
Прочее	--	--	8	--	--	--	--	--	--	--
Итого денежный поток от финансовой деятельности	(205)	(3 719)	(3 380)	(3 619)	(4 633)	(6 080)	(7 431)	(8 726)	(8 574)	(9 066)
Результаты										
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	3 183	7 521	5 557	1 932	3 446	6 002	8 652	9 663	10 579	11 454
Чистое увеличение / (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов	4 338	(1 964)	(3 626)	1 515	2 555	2 651	1 011	917	875	874
Денежные средства на конец года	7 521	5 557	1 932	3 446	6 002	8 652	9 663	10 579	11 454	12 328

Дополнительные сценарии

➤ **Позитивный**

Наш базовый сценарий предполагает:

- Более консервативные прогнозы по темпам роста рынка ЗМО, чем у консультантов КЕРТ
- Ожидания по росту ARPU клиентов в сегменте «Сервисы, прочие услуги и решения» лишь немногим выше темпов роста зарплат ИТ-сотрудников, что почти исключает рост количества используемых сервисов на 1 клиента

В случае реализации прогнозов КЕРТ по рынку ЗМО и роста количества применяемого ПО и сервисов на 1 клиента финансовые показатели компании могут быть выше наших прогнозов в базовом сценарии, что может привести к росту справедливой стоимости компании, относительно нашего базового прогноза

➤ **Негативный**

Основными факторами роста финансовых показателей компании, как мы уже отмечали, являются:

- [Высокие темпы роста рынка ЗМО с 2027 г.](#)
- [Высокие темпы роста выручки в сегменте «Сервисы, прочие услуги и решения»](#) за счет роста проникновения ПО и ИТ-сервисов компании в клиентскую базу и роста ARPU
- Рост доли независимых ЭТП в объеме закупочных процедур в нерегулируемых закупках, в том числе за счет [миграции с иностранного ПО](#). За счет этого в прогнозном периоде в базовом сценарии сегмент покажет рост опережающими темпами, стимулируя более высокие консолидированные темпы роста. При этом сегмент нерегулируемых закупок для B2B-РТС является [более маржинальным по EBITDA](#)

В случае реализации [рисков](#), темпы роста ключевых финансовых показателей B2B-РТС будут значительно ниже, чем в рамках базового прогноза, что может привести к существенному снижению справедливой стоимости компании, относительно нашего базового прогноза

Основные предпосылки, влияющие на финансовые показатели в рамках различных сценариев

	2025	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о	2031о	2032о
Объем рынка ЗМО								
Позитивный сценарий	0,20	0,35	0,70	0,85	1,00	1,20	1,27	1,34
Базовый сценарий	0,20	0,22	0,30	0,40	0,50	0,60	0,67	0,72
Негативный сценарий	0,20	0,21	0,23	0,25	0,27	0,28	0,30	0,32
Проникновение ПО и ИТ-сервисов B2B-РТС в базу поставщиков								
Позитивный сценарий	24%	26%	28%	30%	31%	33%	35%	35%
Базовый сценарий	24%	26%	28%	30%	31%	33%	35%	35%
Негативный сценарий	24%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Темпы роста ARPU клиентов в сегменте «Сервисы, прочие услуги и решения»								
Позитивный сценарий	1%	11%	21%	20%	18%	14%	11%	9%
Базовый сценарий	1%	5%	21%	16%	11%	9%	7%	7%
Негативный сценарий	1%	5%	13%	8%	7%	7%	7%	7%
Доля независимых ЭТП в объеме нерегулируемых закупок								
Позитивный сценарий	49%	51%	53%	54%	55%	58%	58%	58%
Базовый сценарий	49%	51%	53%	54%	55%	58%	58%	58%
Негативный сценарий	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%

Источник: Совкомбанк, компания

Ключевые финансовые показатели в рамках различных сценариев, млрд руб.

	2025	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о	2031о	2032о
Совокупный доход								
Позитивный сценарий	9,4	11,0	13,9	16,5	19,3	22,4	24,5	26,6
Базовый сценарий	9,4	10,3	12,0	14,2	16,6	19,0	21,0	22,8
Негативный сценарий	9,4	10,1	10,8	12,1	13,5	14,8	15,9	17,0
ЕБИТДА								
Позитивный сценарий	4,9	5,6	7,7	9,6	11,6	13,7	14,6	15,8
Базовый сценарий	4,9	4,9	5,9	7,4	9,0	10,4	11,1	12,1
Негативный сценарий	4,9	4,8	4,8	5,5	6,2	6,6	6,6	7,0
Рентабельность по ЕБИТДА от совокупных доходов								
Позитивный сценарий	52%	51%	56%	58%	60%	61%	59%	59%
Базовый сценарий	52%	48%	49%	52%	54%	55%	53%	53%
Негативный сценарий	52%	47%	44%	45%	46%	45%	42%	41%
FCF								
Позитивный сценарий	3,8	4,4	6,1	7,7	9,3	11,1	10,9	11,6
Базовый сценарий	3,8	3,9	4,7	5,9	7,3	8,5	8,2	8,8
Негативный сценарий	3,8	3,8	3,8	4,3	4,9	5,3	4,8	5,0
Рентабельность по FCF от совокупных доходов								
Позитивный сценарий	41%	40%	44%	46%	48%	50%	44%	44%
Базовый сценарий	41%	38%	39%	42%	44%	45%	39%	38%
Негативный сценарий	41%	37%	35%	35%	36%	36%	30%	29%
Выплаченные дивиденды								
Позитивный сценарий	3,3	4,9	6,0	7,6	9,3	11,0	10,9	11,6
Базовый сценарий	3,3	3,5	4,5	5,9	7,2	8,5	8,3	8,8
Негативный сценарий	3,3	4,3	4,0	4,4	4,9	5,3	4,9	5,0

Источник: Совкомбанк, компания

Оценка

05

Денежные потоки для целей оценки

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого для оценки компании методом DCF.

Прогноз FCFF для целей оценки B2B PTC, млрд руб.

	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о	2031о	2032о	TV
Операционная прибыль	4,5	5,4	7,0	8,6	10,0	10,6	11,6	12,3
Ставка налога на прибыль	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-25%	-25%	-25%
- Налоги	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(2,6)	(2,9)	(3,0)
НОРАТ	3,6	4,4	5,8	7,2	8,4	8,0	8,7	9,2
+ Амортизация	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,3
± Изменения в оборотном капитале	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
- CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
- Лизинговые платежи	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)
FCFF	3,9	4,7	5,9	7,3	8,5	8,2	8,7	9,0
Фактор дисконтирования	0,92	0,76	0,62	0,50	0,41	0,33	0,27	
Дисконтированный FCFF	3,6	3,5	3,7	3,6	3,5	2,7	2,4	2,4

Источник: Совкомбанк

Цена за 100% акционерного капитала B2B-PTC по состоянию на март 2026 г. при различных WACC и LTC, млрд руб.

	WACC					
	21%	22%	23%	24%	25%	
LTC	8%	45	42	39	37	35
	7%	43	41	38	36	34
	6%	42	39	37	35	33
	5%	41	38	36	34	33
	4%	40	37	35	34	32

Источник: Совкомбанк

Сравнительный анализ

- Исходя из середины диапазона справедливой оценки по DCF, вмененные мультипликаторы EV/EBITDA получаются дешевле, чем у аналогов в '25-'26 гг. на 5-18%, а по P/E '25-'26 гг. у В2В-РТС формируется премия около 20%. Мы считаем такие уровни справедливой стоимости обоснованными.

Считаем, что акции аналогов на данный момент не отражают их справедливой стоимости. Например, Хэдхантер недооценен из-за слабых результатов 2025 г. и ожиданий по слабому 1К26, однако в 2П26 мы ожидаем роста мультипликатора на фоне смягчения ДКП и высоких дивидендных выплат. В Циане мы ожидаем раскрытия акционерной стоимости в течение года за счет генерации существенных объемов FCF и выплаты дивидендов с потенциальной доходностью на уровне 15-19%.

	EV/EBITDA			P/E			FCF дох-ть			Див. дох-ть			
	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27	
В2В-РТС	7,7x	7,6x	6,3x	10x	10x	8,5x	10,2%	10,4%	13%	8,8%	9,3%	12%	
Премия/(Дисконт) к аналогам	-18%	-4,7%	13%	30%	54%	45%	-4,8 п.п	-5,6 п.п	-7,1 п.п	-5,0 п.п	-5,1 п.п	-3,7 п.п	
Аналоги (сайты объявлений/торговые площадки)													
Циан	CNRU	12x	9,9x	6,8x	14x	12x	10x	8,8%	9,6%	11%	14%	14%	10%
Хэдхантер	HEAD	6,4x	6,0x	4,4x	7,7x	6,7x	5,4x	15%	16%	23%	7,1%	15%	21%
Мосбиржа	MOEX	-	-	-	6,4x	6,2x	5,8x	18%	19%	20%	15%	12%	16%
Медиана		9,3x	7,9x	5,6x	7,7x	6,7x	5,8x	15%	16%	20%	14%	14%	16%

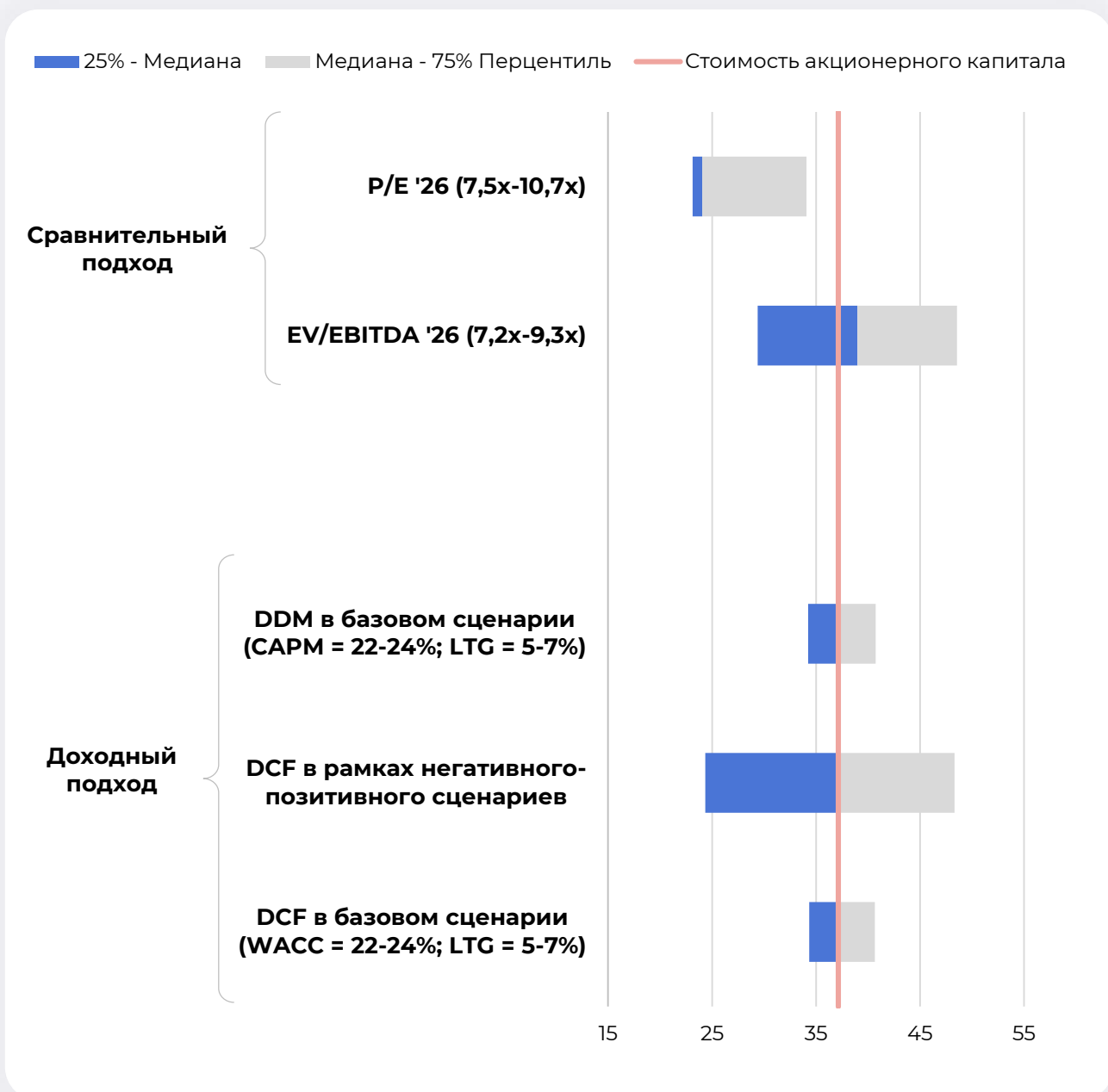
	Текущая цена	Mcap (Р млрд)	EV (Р млрд)	CAGR '25-'30 Выручка	25-'30 avg Margin		ND/EBITDA 25	
					EBITDA	Чистая прибыль		
В2В-РТС				15%	51%	40%	-0,26	
Премия/(Дисконт) к аналогам				-3,7 п.п	-1,2 п.п	-2,4 п.п	-78%	
Высокотехнологические компании								
Циан	CNRU	621	47	38	19%	30%	24%	-1,81
Хэдхантер	HEAD	2 930	147	145	19%	53%	47%	-0,54
Мосбиржа	MOEX	169	382	0	9%	63%	42%	-
Медиана					19%	53%	42%	-1,18

Оценочные диапазоны

- Ниже представлены диапазоны потенциальной оценки стоимости 100% акционерного компании В2В-РТС

Наиболее релевантным диапазоном мы считаем значения, полученные в рамках DCF-модели – 34-41 млрд руб. Данный диапазон коррелирует со сложившейся рыночной оценкой аналогов компании и не выходит за их пределы.

Диапазоны оценки В2В-РТС в зависимости от методологии, млрд руб.



Приложение

06

Глоссарий

- 1. EBITDA** (от англ. — Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации
- 2. FCF** – свободный денежный поток
- 3. CAPEX** – капитальные затраты
- 4. OPEX** – операционные затраты
- 5. ПП** – постановление правительства
- 6. Take-rate** — процентная доля дохода, которую платформа или агрегатор получает от каждой транзакции между продавцом и покупателем
- 7. ЗМО** – закупки малого объема
- 8. SRM** (Supplier Relationship Management) — система управления взаимоотношениями с поставщиками
- 9. EV** (Enterprise Value) — стоимость компании. EV позволяет оценить стоимость предприятия с учётом чистого долга.
- 10. CAGR** – среднегодовой темп роста показателя за период.
- 11. IPO** (Initial Public Offering) — первичное публичное размещение акций.
- 12. Колокация** – разновидность услуг по аутсорсингу мощностей ЦОД
- 13. OTIF** (On-Time In-Full) - ключевой логистический KPI, который показывает, какой процент заказов был доставлен вовремя и в полном объеме
- 14. Кэптивный** – в собственном пользовании
- 15. Asset-light** – бизнес-модель, при которой компания минимизирует владение физическими ресурсами и концентрируется на сервисе, технологиях, интеграциях и управлении потоками
- 16. Вендор** — компания или поставщик, который продаёт товары или услуги под собственным брендом для перепродажи другим компаниям или напрямую потребителю
- 17. ЦОД** – центр обработки данных
- 18. M&A** – сделки по слияниям и поглощениям
- 19. ЭТП** – электронная торговая площадка
- 20. СУБД** – системы управления базами данных
- 21. ERP** – программа, автоматизирующая управление бизнес-процессами.
- 22. CRM** — система управления взаимоотношениями с клиентами,
- 23. TAM** (Total Addressable Market) – общий объём целевого рынка, на котором в теории можно реализовать продукт
- 24. DCF/DDM** – методы оценки стоимости
- 25. B2B** (Business-to-Business) – бизнес-модель, при которой компания продаёт товары/услуги коммерческим организациям
- 26. FCFF** – свободный денежный поток для всей компании (деньги, доступные акционерам и кредиторам)
- 27. ПО** – программное обеспечение
- 28. ARPU** – средний чек
- 29. Флоатер** — облигация с плавающей ставкой купона (обычно привязана к ключевой ставке ЦБ)
- 30. Тендер** — конкурс, в ходе которого заказчик выбирает подходящего поставщика/исполнителя для поставки товаров или услуг
- 31. НМЦ** — начальная максимальная цена контракта в закупках. Это предельное значение цены товара, работы или услуги, которое указывает заказчик
- 32. МСФО** – международный стандарт финансовой отчетности
- 33. EBT** – прибыль до налогообложения

ДИСКЛЕЙМЕР

Настоящий документ предоставляется вам исключительно в справочных целях. Ни настоящий документ, ни какая-либо его копия или фрагмент не подлежат вывозу, пересылке или распространению, будь то напрямую или косвенно, за пределами Российской Федерации. Распространение настоящего документа в других юрисдикциях может быть ограничено законом. Лицам, в чье распоряжение попадет настоящий документ, следует ознакомиться с любыми такими ограничениями и соблюдать их. Любое несоблюдение таких ограничений может представлять собой нарушение законодательства любой такой иной юрисдикции. Принимая настоящий документ, вы соглашаетесь соблюдать вышеуказанные ограничения.

Настоящий документ не является:

- предложением приобрести какие-либо ценные бумаги;
- приглашением делать предложения о приобретении каких-либо ценных бумаг;
- частью таких предложения или приглашения;

а также не подлежит истолкованию в качестве таковых.

Ни настоящий документ, ни какая-либо часть его содержания не являются основанием для заключения какой-либо сделки или возникновения какого-либо обязательства, они не могут быть использованы в связи с какими-либо сделками или обязательствами или служить стимулом к заключению каких-либо сделок или принятию каких-либо обязательств. Настоящий документ не был опубликован в открытом доступе, а был предоставлен исключительно ряду индивидуальных инвесторов. Любое решение о приобретении каких-либо ценных бумаг должно приниматься исключительно на основании информации, предоставленной или раскрытой продавцами или эмитентом ценных бумаг, например, на основании информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг.

Предоставление настоящего документа не подразумевает инвестиционного консультирования (в значении, определенном в законодательстве Российской Федерации (в том числе, в Федеральном законе от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»). Информация, приведенная в настоящем документе, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей.

Информация, содержащаяся в настоящем документе, не представляет собой рекламу или предложение каких-либо ценных бумаг в Российской Федерации. Настоящий документ не предназначен и не должен распространяться или передаваться неопределенному кругу лиц. Настоящий документ представляет собой профессиональное мнение аналитического подразделения ПАО «Совкомбанк» (далее – «Аналитик»), сформированное на дату его подготовки на основании общедоступных источников информации. Аналитик не выступает в качестве независимого оценщика, финансового консультанта на рынке ценных бумаг, инвестиционного советника или актуария, как данные термины определены в законодательстве Российской Федерации.

Аналитик не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

ПАО «Совкомбанк» является контролирующим лицом ПАО «B2B-PTC» (далее – «Эмитент», «Компания»), в связи с чем наряду со связанными с ним лицами (в значении ст. 4 Федерального закона от 27.07.2010 № 224 ФЗ):

- имеет прямую экономическую заинтересованность в динамике рыночной стоимости ценных бумаг Эмитента;
- может выступать участником синдиката организаторов в отношении первичного публичного предложения обыкновенных акций Эмитента, а также андеррайтером, стабилизационным агентом и/или маркет-мейкером по ценным бумагам Эмитента;
- может совершать и/или совершали операции с ценными бумагами Эмитента за собственный счет и/или за счет клиентов;
- может оказывать и/или оказывали Эмитенту финансовые, консультационные и иные услуги на возмездной основе;
- может иметь представителей в органах управления и/или контроля Эмитента.

Настоящий документ подготовлен самостоятельно и независимо от Компании и ее акционеров (в том числе ПАО «Совкомбанк», действующего в качестве акционера Компании) или иных консультантов помимо Аналитика, и любые прогнозы, заключения и ожидания, содержащиеся в настоящем документе, полностью принадлежат Аналитику, предоставлены в рамках его обычной аналитической деятельности и не должны рассматриваться как санкционированные или одобренные каким-либо иным лицом. Тем не менее, вышеуказанные обстоятельства в связи с осуществлением ПАО «Совкомбанк» контроля над Эмитентом могут оказывать влияние на объективность содержащихся в настоящем документе аналитических оценок и выводов.

Аналитиком приняты организационные и процедурные меры по управлению конфликтом интересов (в частности, аналитическое и организационное сопровождение первичного публичного предложения акций Эмитента осуществляется различными структурными подразделениями ПАО «Совкомбанк»), однако полное устранение указанного конфликта не может быть гарантировано. Автор настоящего документа является работником ПАО «Совкомбанк». Вознаграждение автора не связано напрямую с результатами инвестиционно-банковской деятельности ПАО «Совкомбанк» и/или конкретными выводами, изложенными в настоящем документе, однако автор находится в трудовых и организационных отношениях с юридическим лицом, контролирующим Эмитента.

С учетом наличия конфликта интересов, раскрытого выше, Аналитик настоятельно рекомендует инвесторам при принятии инвестиционных решений в отношении ценных бумаг Эмитента руководствоваться также аналитическими материалами независимых (не аффилированных с ПАО «Совкомбанк» и Эмитентом) аналитиков и консультантов. Аналитик не несет ответственности за финансовые результаты инвестиционных решений, принятых на основании настоящего документа.

В соответствии с требованиями Федерального закона от 27.07.2010 № 224 ФЗ и внутренними нормативными документами ПАО «Совкомбанк», между аналитическим подразделением и подразделениями, осуществляющими инвестиционно-банковскую деятельность, а также имеющими доступ к непубличной информации об Эмитенте, установлены информационные барьеры. ПАО «Совкомбанк» и автор настоящего документа подтверждают, что при подготовке документа:

- использовались исключительно общедоступные источники информации;
- не использовалась инсайдерская информация в значении ст. 2 Федерального закона от 27.07.2010 № 224 ФЗ;
- автор не получал указаний от иных подразделений ПАО «Совкомбанк» и/или органов управления ПАО «Совкомбанк» относительно содержания выводов и рекомендаций.

Аналитик не имеет каких-либо полномочий по предоставлению каких-либо заверений или гарантий от имени Компании, ее акционеров (в том числе ПАО «Совкомбанк», действующего в качестве акционера Компании) или иных консультантов помимо Аналитика или какого-либо иного лица в связи с настоящим документом. Несмотря на то, что были предприняты все разумные меры для обеспечения достоверности приведенных в настоящем документе фактов, а также объективности и обоснованности содержащихся в нем прогнозов, заключений и ожиданий, Аналитик или связанные с ним лица не проводил(-и) независимую проверку содержания настоящего документа.

Аналитик, связанные с ним лица, Компания, ее акционеры (в том числе ПАО «Совкомбанк», действующего в качестве акционера Компании), какие-либо консультанты Компании и ее акционеров, связанные с ними лица, их директора, должностные лица и работники не несут(-ут) ответственности за содержание настоящего документа. При принятии каких-либо решений не следует полагаться на достоверность, объективность или полноту информации, содержащейся в настоящем документе. Ни одно лицо не принимает на себя какой бы то ни было ответственности за любые убытки, независимо от причин их возникновения, вытекающие из использования настоящего документа или его содержания, или иным образом возникшие в связи с ним.

Настоящий документ может содержать отраслевые прогнозы и прогнозы по рыночным данным, которые обозначают возможный вариант развития событий на основе допущений, изложенных в настоящем документе. Аналитический отчет может содержать в себе оценки и прогнозы с учетом поступления средств от IPO, в частности оценки акционерного капитала Компании. Данные прогнозы и оценки представляют собой не более чем один из возможных вариантов развития событий и являются не более чем независимым мнением автора настоящего документа. Эти отраслевые и рыночные прогнозы действительны с учетом рисков, факторов неопределенности и допущений, и фактические результаты в будущем могут существенно отличаться от них. Указание на потенциал или возможность роста не гарантируют их.

Настоящий документ подготовлен исключительно на русском языке и не подлежит переводу на английский или любой иной язык.