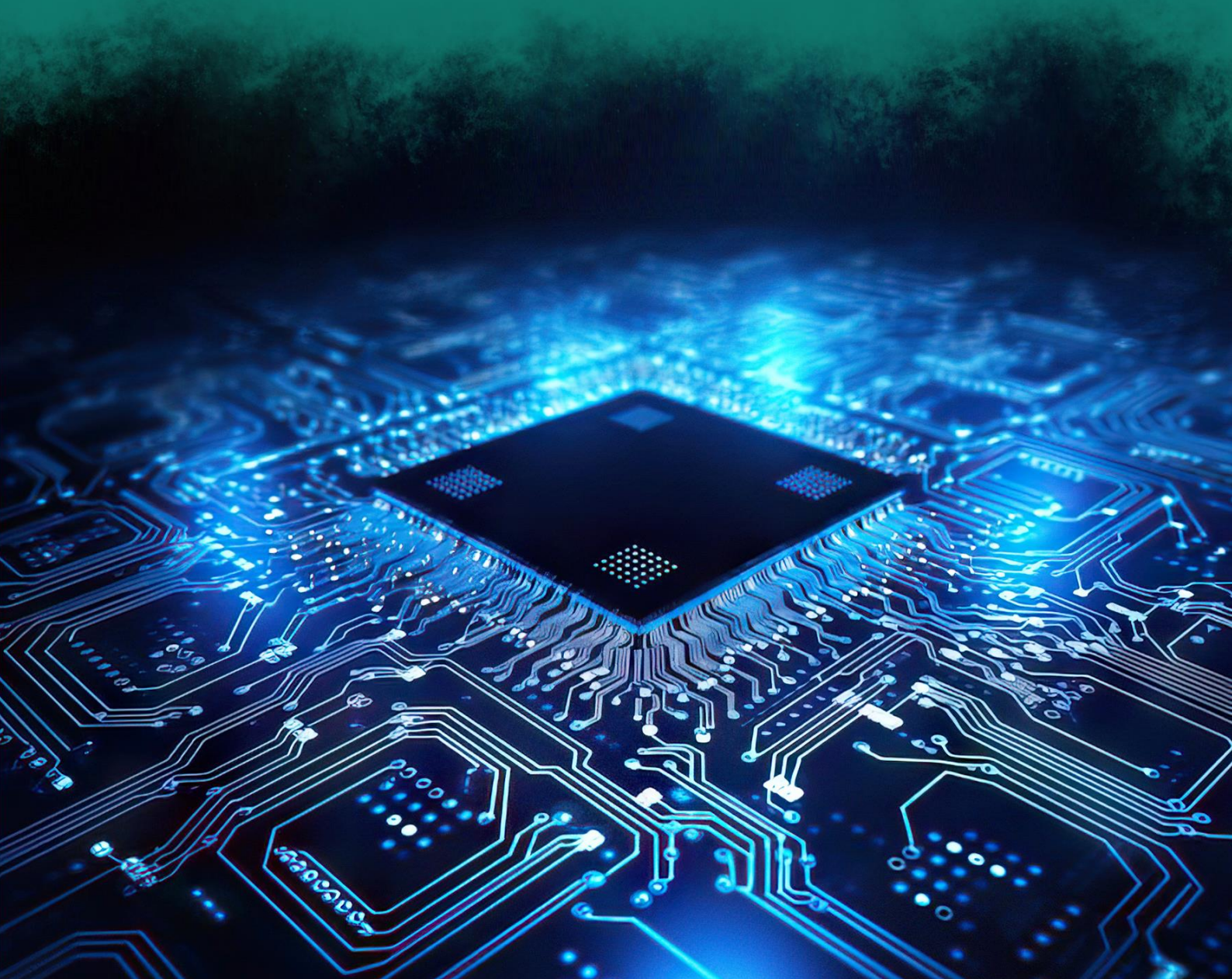




Элемент

Лидер на рынке
микроэлектроники в России

7 ИЮНЯ 2024



Элемент

Компания «Элемент» – лидер на российском рынке микроэлектроники и единственный отечественный производитель с полным циклом разработки и производства в растущих сегментах рынка. Основную долю доходов компании обеспечивают продажи электронной компонентной базы (83%), а также электронных блоков и модулей (9%). За последние два года выручка и EBITDA Элемента росли соответственно в среднем на 31% и 62% в год. Мы ожидаем, что компания продолжит показывать двузначные темпы роста выручки – около 35% – выше, чем в среднем по российскому рынку микроэлектроники, благодаря лидирующим позициям и бизнес-модели.

- **Высокие темпы роста рынка.** Оборот российского рынка микроэлектроники, по оценкам Керт, в 2023–2030 гг. будет расти в среднем на 15% в год – быстрее мирового рынка. Более высокие темпы роста российским компаниям обеспечат программы импортозамещения и государственной поддержки отрасли. В результате доля продукции отечественных производителей на российском рынке вырастет с 20% в 2023 году до 45% к 2030 году.
- **Лидер российского рынка микроэлектроники.** По нашим оценкам, доля Элемента на российском рынке микроэлектроники выросла с 28% в 2020 году до 51% по итогам 2023 года (в рублевом выражении). Мы ожидаем постепенного увеличения этого показателя до 61% к 2030 году.
- **Прогнозные темпы роста выше, чем в среднем по сектору.** В 2024–2030 гг. выручка Элемента, по нашим прогнозам, будет расти в среднем на 35% в год. Рост обеспечат такие факторы, как увеличение клиентской базы, подорожание и увеличение объемов выпуска микроэлектроники, модулей и электронных продуктов.
- **Единственный в России производитель с полным циклом разработки и производства.** Компания «Элемент» – крупнейший разработчик и производитель микроэлектроники в России. Среди основных продуктов компании: микроконтроллеры, GPU и процессоры, навигационные, интерфейсные, аналоговые и связанные интегральные схемы (ИС), а также полупроводники и преобразователи питания. Мы считаем это одним из значимых преимуществ компании в текущей ситуации, которое позволит ей показывать темпы роста выручки выше, чем у конкурентов.
- **Возможности для роста доли более прибыльных продуктов.** В основе стратегии компании лежит расширение ассортимента продукции (в том числе за счет создания новых производственных мощностей), увеличение продаж продукции с высокой добавленной стоимостью и выход на рынки дружественных стран. Потенциал разработки в среднесрочной перспективе включает CPU, GPU, чипы LTE/WiFi/Bluetooth, новые ПЛИС, память ReRam и т. д. с применением в AR/VR устройствах, интеллектуальных камерах, интеллектуальной робототехнике, интеллектуальной медицине, смартфонах и «умных» устройствах, новом промышленном оборудовании, памяти и распределенных системах.
- **Высокая диверсификация по клиентам.** Основные клиенты компании – российские предприятия в различных отраслях экономики. У компании по результатам 2023 года было более 2900 клиентов, из них 12% в сегменте B2G и 88% B2B. При этом Элемент слабо зависит от крупных клиентов – по итогам 2023 года доля крупнейших 10 клиентов в консолидированной выручке по МСФО составила 29%.

- **Существенная господдержка сектора сохранится.** Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе государство продолжит оказывать значительную поддержку сектору микроэлектроники, стимулируя как потребителей, так и поставщиков микроэлектроники и электронных изделий. Государство поддерживает импортозамещение и стимулирует наращивание отечественного производства в секторе. Компании в этой отрасли имеют ряд существенных стимулов в виде льгот по налогу на прибыль и взносам в социальные фонды, льготных кредитов и государственных субсидий.
- **Дивидендная политика.** Элемент планирует выплачивать дивиденды в размере не менее 25% скорректированной чистой прибыли отчетного года не реже одного раза в год. Дивидендная политика рассчитана на три года. Для целей расчета дивидендов из показателя чистой прибыли исключаются доходы от государственных субсидий и грантов, приходящихся на капитальные затраты. Показатели для расчета дивидендов определяются на основе данных консолидированной отчетности по МСФО. Согласно сообщениям Интерфакса, акционеры Элемента могут рассчитывать на первые дивиденды в течение 2,5 месяца в после IPO.
- **Выход на биржи и оценка.** Торги акциями Элемента на Мосбирже начались 6 июня. У бумаг будет третий уровень листинга. Ранее Элемент провел IPO на СПБ Бирже – по его итогам компания привлекла 15 млрд руб. и планирует направить эти средства на финансирование программы развития. С 30 мая акции Элемента торгуются на СПБ Бирже. Компания оценивается с прогнозным коэффициентом EV/EBITDA на 2024 год на уровне 8,4 и EV/выручка – на уровне 2,0.

Риски

- **Изменение ситуации на рынке микроэлектроники.** За последние три года ключевыми поставщиками микроэлектронной продукции на российский рынок были азиатские страны. Их доля в общем объеме поставок в рублевом выражении составляла около 70%. На данный момент основной драйвер роста российских компаний на этом рынке – импортозамещение и государственная поддержка роста локализации производства микроэлектроники. В случае возобновления массовых поставок микроэлектроники из недружественных стран Элемент может частично потерять потенциал роста в сегментах, которые определяют рост финансовых показателей, влияющих на оценку бизнеса в будущем.
- **Конкуренция со стороны других игроков.** Элемент работает в сегменте с высоким уровнем концентрации и занимает доминирующее положение на рынке. Однако существует риск появления новых конкурентов или альянсов между конкурентами Элемента, которые могут занять значительную долю рынка, в том числе в связи с уходом зарубежных компаний с российского рынка.
- **Риск дефицита квалифицированных кадров.** 30% от операционных расходов компании приходится на оплату труда сотрудников. Дефицит кадров может ограничить возможности дальнейшего роста компании и привести к значительному увеличению затрат на персонал.
- **Изменение мер господдержки.** В настоящее время государство предлагает механизмы стимулирования для отечественных компаний из сектора микроэлектроники, включая налоговые льготы, льготное кредитование и субсидии. Сокращение господдержки отрасли может негативно повлиять на финансовое состояние и перспективы развития компании.
- **Санкционные риски.** Компания продолжает развиваться в условиях санкционного давления (против Элемента уже ввели санкции США, ЕС и Япония) и рассматривает введенные ограничения как возможности для развития производства и увеличения доли на локальном рынке. В то же время в случае введения дополнительных санкций против контрагентов компании имеется вероятность, что Элементу временно будет затруднительно в полном объеме приобретать необходимые для производства материалы и оборудование, а также эффективно реализовывать свою продукцию за рубежом, в том числе в дружественных юрисдикциях.
- **Риски низкой информационной прозрачности.** В отчетности по МСФО Элемент ограничивает доступ к информации о сегментах бизнеса, отложенных доходах по субсидиям и в целом о группе. Компания не раскрывает текущую структуру акционеров. Низкая информационная прозрачность может привести к несвоевременному обнаружению рисков для ее финансового положения.

Мировой рынок микроэлектроники

ВЫСОКИЕ ТЕМПЫ РОСТА, НАЛИЧИЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ РАЗВИТИЯ

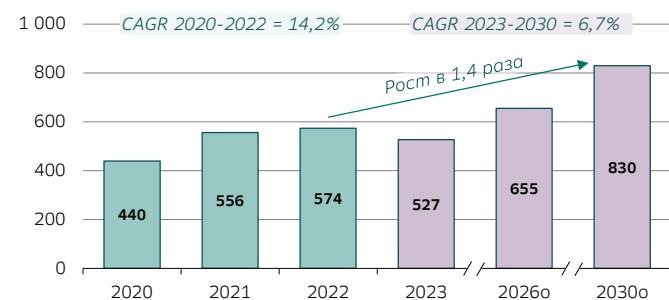
Рынок будет расти в среднем на 9,6% в год в долларовом выражении. Исторически мировой рынок микроэлектроники показывал положительную динамику и в последние десять лет в среднем рос на 5,5% в год в долларовом выражении. Доля отрасли микроэлектроники в мировом ВВП увеличилась с 0,23% в 1990 году до 0,57% к 2022 году. По данным отраслевого отчета Kert, в базовом сценарии ожидается, что в 2023–2030 гг. рынок будет расти на 9,6% в год в долларовом выражении и к 2030 году достигнет \$830 млрд. Среди фундаментальных факторов роста мирового рынка микроэлектроники на основании этого отраслевого отчета мы выделяем следующие:

- **Рост общей потребности в микроэлектронных компонентах.** В связи с тем, что микроэлектроника – неотъемлемая часть современных технологий, рост спроса на эти технологии увеличивает и конечный спрос на продукцию этой отрасли.
- **Развитие новых технологий: 5G, AI, IoT.** Спрос на технологии и общую продукцию с применением искусственного интеллекта, а также переход на новое поколение сетей 5G и внедрение технологии интернета вещей (IoT) позитивно сказываются на развитии микроэлектроники. Помимо этого, сильное влияние на рост рынка оказывает повышение спроса на услуги по анализу, хранению и передаче Big Data.
- **Государственная поддержка отрасли.** Рост господдержки отрасли на национальном уровне в виде субсидий и законодательных инициатив наблюдается в крупных центрах микроэлектроники: в США, ЕС и Китае. Также господдержка развития локальных рынков микроэлектроники растет в Индии, Бразилии, России, а также в Саудовской Аравии и ОАЭ.

Помимо вышеперечисленных факторов роста, эксперты также выделяют переход на возобновляемые источники энергии и внедрение новых технологий в сфере транспорта. Повышение спроса на солнечную и ветряную генерацию в рамках экологической повестки по сокращению выбросов углекислого газа оказывает положительное влияние на развитие сектора микроэлектроники во всем мире.

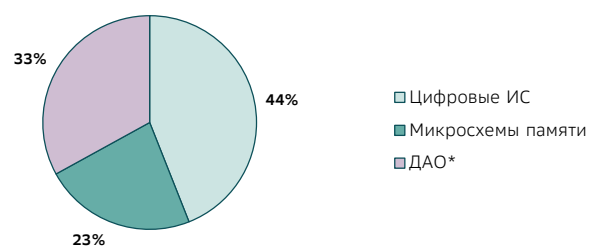
В секторе транспорта в мире наблюдается тенденция по внедрению современных систем помощи водителю и беспилотного управления, устройств для повышения безопасности и комфорта водителя, а также для анализа и передачи данных. С точки зрения влияния на рынок микроэлектроники мы считаем, что большую роль будут играть скорость адаптации транспортного сектора к новым технологиям и государственная поддержка, учитывая необходимость существенных финансовых вложений в новые технологии для общественного транспорта.

Динамика объема рынка микроэлектроники в мире*, \$ млрд



* В исследовании не рассматривается рынок электронного машиностроения
Источник: Kept, SberCIB

Структура мирового рынка микроэлектроники по продуктам в 2022 году, %



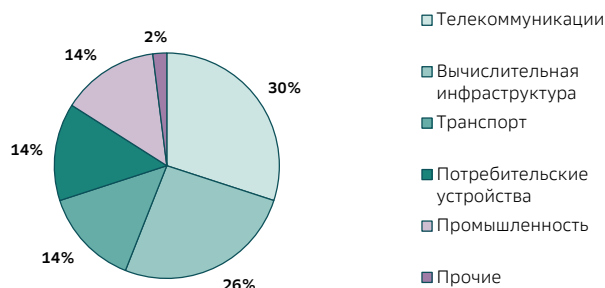
*ДАО — дискретные полупроводниковые приборы, аналоговые ИС, оптоэлектроника, датчики

Источник: Kept, SberCIB

Основные продуктовые сегменты рынка – это цифровые ИС и микросхемы памяти. По данным отчета Kept, в 2022 году цифровые ИС и микросхемы памяти составляли около 67% рынка микроэлектроники: соответственно 44% и 23%. Цифровые ИС включают в себя микропроцессоры, а также специализированные микросхемы для обработки данных и вычислительных операций. В среднесрочной перспективе эксперты не ожидают существенного изменения продуктовой структуры рынка – интегральные схемы будут занимать основную долю на рынке. Также возможен рост сегмента дискретных полупроводниковых приборов на фоне усиления спроса со стороны сектора альтернативной энергетики.

Телекоммуникации и вычислительная инфраструктура – ключевые отрасли потребления товаров микроэлектроники. Согласно исследованиям SIA, в структуре потребления более половины всего объема в денежном выражении в 2022 году приходилось на два сектора: телекоммуникации (30%) и вычислительную инфраструктуру (26%). Это спрос со стороны производителей смартфонов, ПК и вычислительного оборудования. С учетом трендов в отрасли в среднесрочной перспективе к 2030 году наибольший прирост мирового спроса на микроэлектронику можно будет ожидать со стороны следующих отраслей: вычислительная инфраструктура, промышленность (это постепенное внедрение новых технологий по цифровизации производства) и транспорт.

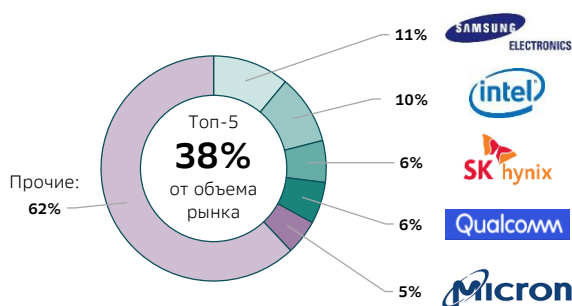
Структура мирового рынка микроэлектроники по отраслям потребления в 2022 году, %



Источник: Kept, SberCIB

КОНКУРЕНЦИЯ НА МИРОВОМ РЫНКЕ МИКРОЭЛЕКТРОНИКИ: ВЫСОКАЯ КОНЦЕНТРАЦИЯ И ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ РОСТА ЭФФЕКТИВНОСТИ БЛАГОДАРЯ РАЗДЕЛЕНИЮ ЦИКЛА ПРОИЗВОДСТВА

Высокая концентрация на рынке. По данным отраслевого отчета Kept, на пять крупнейших игроков на рынке микроэлектроники по итогам 2022 года пришлось 38% выручки всего сектора, и на топ-10 – 55%. Крупнейшие компании в секторе – Samsung Electronics (11% совокупной выручки сектора), Intel (10%), SK Hynix (6%), Qualcomm (6%) и Micron Technologies (5%). Основные географические центры развития рынка микроэлектроники – это Китай, США, Япония, Южная Корея, Тайвань и ЕС. С точки зрения различных этапов производства Китай, Южная Корея, Тайвань и Япония лидируют по доле рынка в сегментах производства, сборки и тестирования, а США – в сегменте проектирования и разработки микроэлектроники.

Структура мирового рынка микроэлектроники по продуктам в 2022 году, %

Источник: Kept, SberCIB

Типы бизнес-моделей в отрасли. Важная особенность отрасли микроэлектроники – возможность разделения производственного цикла на несколько этапов. Это определило формирование нескольких типов бизнес-моделей в отрасли и дало возможность компаниям повысить операционную эффективность за счет географического распределения производства в зависимости от затрат и себестоимости выпуска в отдельных странах. Однако в настоящее время отмечается тренд на локализацию всей инфраструктуры для производства микроэлектроники в ряде стран с целью снижения зависимости от сложившейся конъюнктуры на мировых рынках.

К поставщикам микроэлектроники относятся компании полного производственного цикла (IDM), а также продуктовые и дизайн-компании (Fabless). К поставщикам услуг для сектора микроэлектроники относятся компании, выпускающие продукцию по разработкам других компаний (Foundry), и центры по сборке и тестированию (OSAT) уже после завершения этапа производства. Ниже представлена схема типов бизнес-моделей в отрасли.



Рынок микроэлектроники в России

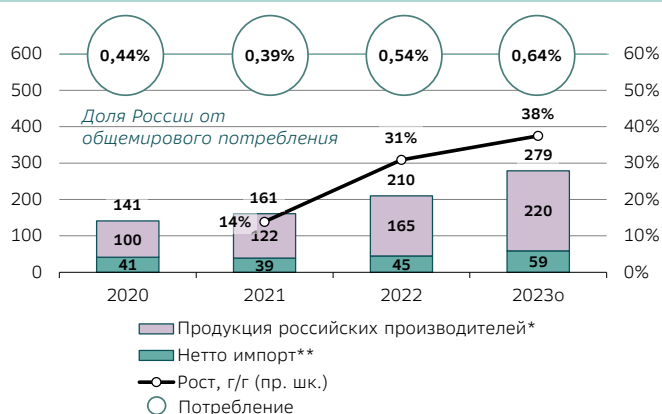
ВЫСОКИЕ ТЕМПЫ РОСТА СПРОСА, ЗНАЧИТЕЛЬНАЯ КОНСОЛИДАЦИЯ НА РЫНКЕ

Среднегодовой рост потребления на российском рынке микроэлектроники в 2020–2023 гг. составил 27%. Исторически развитие российского рынка микроэлектроники было обусловлено такими факторами, как рост цифровизации российской экономики и увеличение потребления электроники. Также существенный рост использования микроэлектроники и цифровых продуктов наблюдался в период пандемии в связи с коронавирусом – потребность в удаленном формате работы и общения повысила спрос на микроэлектронику.

По предварительным оценкам Кепт, в 2020–2023 гг. объем рынка микроэлектронной продукции в России рос в среднем на 27% в год в рублевом выражении и в 2023 году достиг 289 млрд руб. (примерно 0,64% от мирового потребления). При этом отметим, что в последние два года темпы роста были выше – за счет значительного спроса на микроэлектронную продукцию со стороны конечных производителей после ввода ограничений на поставки товаров в страну. Это связано в первую очередь с тем, что более половины всего объема рынка ранее обеспечивали импортные поставки.

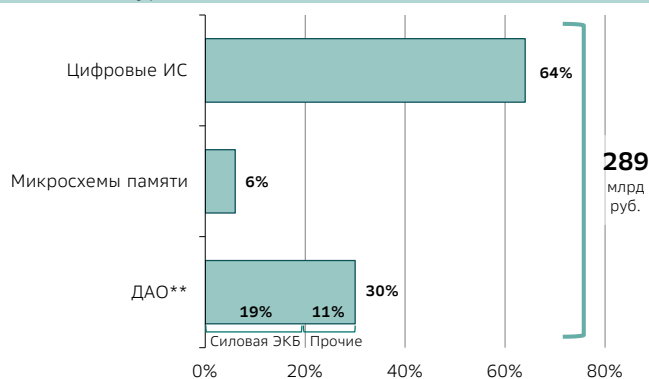
Ключевыми поставщиками микроэлектронной продукции на российский рынок в 2020–2023 гг. были азиатские страны, доля которых в общем объеме поставок в рублевом выражении составила около 70%. По оценкам Кепт, из совокупного объема потребления микроэлектроники в России в 2023 году (289 млрд руб.), около 220 млрд руб. (76%) составил чистый импорт, а 24% пришлось на продукцию российских производителей (включая микросхемы, которые разработаны в России и произведены как на российских, так и на зарубежных предприятиях).

Объем рынка микроэлектроники в России, 2020–2023 гг., млрд руб.



Источник: Кепт, SberCIB

Структура потребления электронной компонентной базы* по основным видам продукции в России в 2023 году, %



* не включая сегменты СВЧ-продуктов и пассивных электронных компонентов

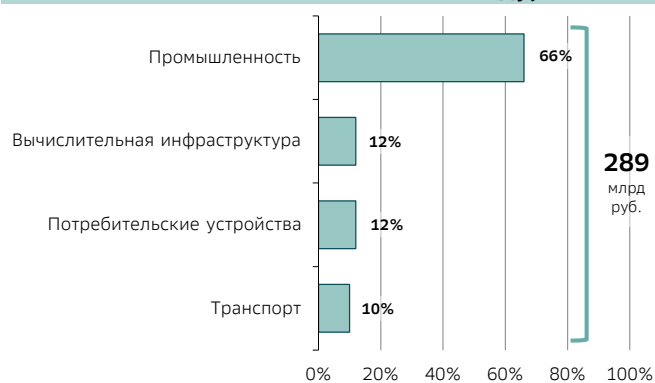
** дискретные полупроводниковые приборы, аналоговые ИС, оптоэлектроника, датчики

Источник: Кепт, SberCIB,

Основной спрос в России в секторе микроэлектроники приходится на цифровые интегральные схемы (ИС) и ДАО. По данным отраслевого отчета Кепт, структура потребления электронной компонентной базы (микроэлектронной продукции) в России отличается от мировой: в 2023 году около 64% от общего потребления составили цифровые ИС (в мире – 44%), а 30% – ДАО (дискретные полупроводниковые приборы, аналоговые ИС, оптоэлектроника). Это связано с тем, что в России имеется значительный спрос со стороны производителей радиоэлектронной продукции.

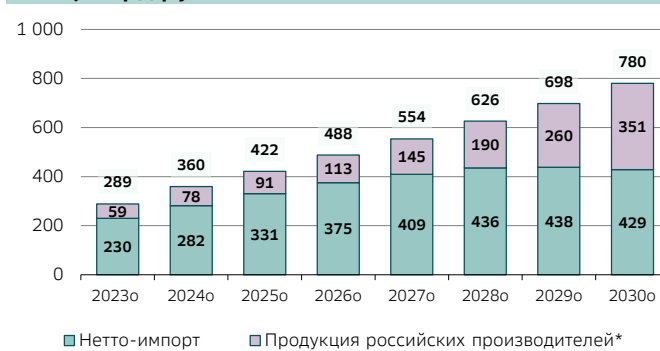
Отраслевая структура потребления микроэлектроники в России, в отличие от мировой, смещена в сторону промышленности. По предварительным оценкам Кепт, в 2023 году 66% всего спроса на продукцию электронной компонентной базы в денежном выражении наблюдалось со стороны промышленности (это включает также городскую инфраструктуру и ЖКХ), 12% пришлось на вычислительную инфраструктуру и телекоммуникации, а еще 12% – на производителей потребительских устройств. Отметим также, что специфика спроса на микроэлектронику в России в сравнении с мировым рынком также выражается в более низком спросе со стороны отрасли вычислительной инфраструктуры и телекоммуникаций. Это связано с тем, что локализации производства именно в данных отраслях в России пока невелика.

Отраслевая структура потребления электронной компонентной базы в России в 2023 году, %



Источник: Кепт, SberCIB

Прогноз роста российского рынка микроэлектроники, млрд руб.



Источник: Кепт, SberCIB

Спрос на продукцию сектора микроэлектроники в России покажет высокие темпы роста в среднесрочной перспективе. По данным отраслевого отчета Кепт, в базовом сценарии российский рынок микроэлектроники в 2023–2030 гг. будет расти в среднем на 15,2% в год и к 2030 году достигнет 780 млрд руб. При этом объем продукции отечественных производителей будет расти быстрее (на 29% в год), чем нетто-импорт (на 9,3% в год). В результате доля российских игроков на рынке микроэлектроники увеличится с 20% в 2023 году до 45% к 2030 году.

Помимо глобальных драйверов роста рынка, к основным факторам на рынке микроэлектроники в России можно добавить следующие:

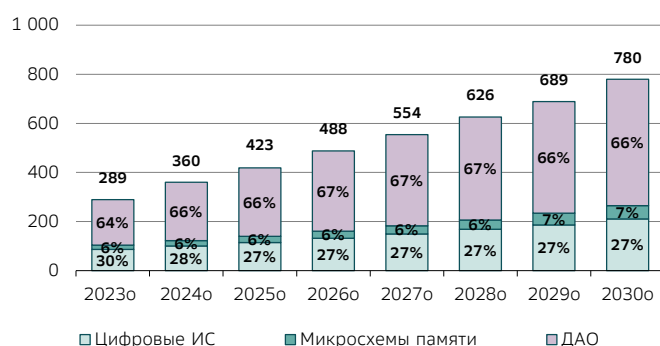
- **Рост ВВП и инвестиций в основной капитал.** Согласно прогнозам Минэкономразвития РФ, инвестиции в основной капитал в 2024 году вырастут на 5,2-6% и могут достичь порядка 29,3-29,5 трлн руб. По оценкам экономистов SberCIB, рост ВВП в 2024 году превысит 3%, а в ближайшие годы составит в среднем 1,5-2%.
- **Импортозамещение как со стороны отраслей потребления продукции микроэлектроники, так и в области производства микроэлектронной продукции и оборудования.** Согласно исследованию Кепт, прогнозируется увеличение выпуска потребительской продукции отраслями, где производство локализовано в России, – на фоне постепенного сокращения дефицита комплектующих и замещения импортных продуктов на отечественную микроэлектронную продукцию. Помимо этого, положительное влияние окажет снижение дефицита производственных мощностей – за счет реализации инвестиционных проектов в отрасли микроэлектроники в России и роста инвестиций в разработку и локализацию производства как материалов, так и оборудования для производства электронной компонентной базы.

■ **Инвестиции в НИОКР.** Согласно комментариям Минпромторга РФ, за счет действующих механизмов государственной поддержки и госпрограммы «Научно-технологическое развитие России» в 2023–2025 гг. планируется инвестировать свыше 100 млрд руб. в НИОКР по выпуску отечественного оборудования и материалов для производства ЭКБ.

■ **Государственная поддержка.** В 2022–2023 гг. правительство РФ утвердило новые программы поддержки российских производителей микроэлектроники. Помимо этого, для реализации инициатив по формированию спроса на продукцию микроэлектроники с 2023 по 2026 гг. из федерального бюджета РФ планируется направить более 8,3 трлн руб. Также мы отмечаем, что одним из дополнительных стимулов развития отрасли микроэлектроники в РФ является усиление требований по локализации производства, предъявляемых государственными компаниями при осуществлении закупок продукции.

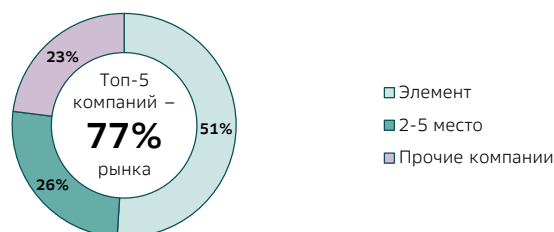
Факторы, препятствующие росту рынка в России. Среди основных факторов, которые на сегодняшний день сдерживают развитие рынка микроэлектроники в России, можно отметить нехватку производственных мощностей и технологий для производства микроэлектронной продукции. Также наблюдается существенный дефицит квалифицированных кадров.

Прогноз российского рынка микроэлектроники по типам продукции до 2030 года, млрд руб.



Источник: Kert, SberCIB

Структура российского рынка микроэлектроники по производителям, 2023 год, %



Источник: Kert, компания, SberCIB

Высокая степень консолидации на российском рынке микроэлектроники. По данным компании «Элемент», в 2023 году на пять самых крупных компаний пришлось около 77% всей выручки сектора в рублевом выражении.

Структура спроса по продуктам останется близка к текущей. Около 67% всего спроса к 2030 году будет приходиться на цифровые ИС, примерно 27% – на ДАО, а остальное – на микросхемы памяти. Отраслевая структура российского рынка ЭКБ к 2030 году может приблизиться к мировой – преимущественно за счет роста локализации производства в секторе вычислительной инфраструктуры и телекоммуникаций (рост доли с 12% в 2023 году до 28% в 2030 году). Доля промышленности снизится с текущих 66% до 50%, но останется основной.

Основные сегменты рынка микроэлектроники и их ключевые драйверы роста в 2023–2030 гг.			
Сегмент	Доля сегмента в 2023 году, %	Доля сегмента в 2030 году, %	Ключевые драйверы роста
Промышленность	66%	50%	• Внедрение элементов концепции «умный город», в т. ч. установка «умных» счетчиков воды, газа и электричества, видеонаблюдения и т. д. • Рост цифровизации промышленности, в т. ч. расширение применения систем промышленного интернета вещей. • Внедрение элементов Индустрии 4.0. • Модернизация основных средств промышленных предприятий. • Внедрение элементов критической информационной инфраструктуры (КИИ).
Вычислительная инфраструктура и телекоммуникации	12%	28%	• Реализация инвестиционных проектов по производству смартфонов и планшетов в России, в т. ч. рост продаж не только в B2G и B2B каналах, но также в B2C. • Локализация коммутаторов в России. • Увеличение объемов сборки десктопных компьютеров. • Разработка и производство базовых станций.
Потребительские устройства	12%	10%	• Распространение устройств «умного» дома. • Локализация устройств «умного» дома на фоне возрастающего спроса. • Дальнейшая локализация производства бытовой техники в России.
Транспорт	10%	12%	• Углубление локализации производимых в России автомобилей, в т. ч. за счет локализации производства автомобилей китайских брендов. • Рост объема производства электромобилей. • Увеличение количества электронных систем в автомобиле.

Источник: Kept, SberCIB

Государственное стимулирование

Государство стимулирует импортозамещение в секторе микроэлектроники с целью снизить зависимость от зарубежных технологий, ЭКБ, а также материалов и оборудования. Согласно оценке Минпромторга РФ, в 2023 году на развитие отрасли микроэлектроники государством было выделено около 147 млрд руб., что в 4,9 раза выше показателя 2020 года (30 млрд руб.). При этом в 2024 году ожидается, что объем государственной поддержки относительно 2023 года возрастет на 43% до 211 млрд руб.

Государство предлагает механизмы стимулирования для отечественных компаний из сектора микроэлектроники, включая налоговые льготы, льготное кредитование и субсидии. Ниже мы привели ключевые направления государственной поддержки российских производителей ЭКБ.

Действующие меры поддержки отрасли микроэлектроники в России		
Направление	Описание мер поддержки	Законодательство
1 Развитие производства	Налоговые льготы предприятиям радиоэлектронной отрасли. Субсидирование затрат на создание, развитие и (или) модернизацию объектов инфраструктуры технопарков, а также на расширение производственных мощностей. Субсидирование кредитной ставки для выдачи льготных кредитов на пополнение оборотных средств, приобретение, модернизацию, реконструкцию объектов недвижимого имущества, а также на создание, развитие и (или) модернизацию производственных мощностей.	Федеральный закон № 323-ФЗ Постановление правительства РФ № 1659, 1867, 1570, 295, 671, 1388
2 Стимулирование разработок	Субсидирование разработок электронной аппаратуры, электронных компонентов и модулей, средств производства электроники, инновационной продукции, аппаратно-программных комплексов для целей искусственного интеллекта, цифровых платформ и программных продуктов для производства высокотехнологичной промышленной продукции.	Постановление правительства РФ № 109, 1252, 2136, 1649, 1380, 529
3 Подготовка отраслевых специалистов	Реализация мер в рамках федерального проекта «Подготовка кадров и научного фундамента для электронной промышленности». Гранты на реализацию проектов по созданию и (или) развитию центров инженерных разработок.	Постановление правительства РФ № 218, 619, 209
4 Стимулирование спроса на отечественную ЭКБ	Стимулирование спроса на отечественную ЭКБ посредством включения продукции в единый реестр российской радиоэлектронной продукции.	Постановление правительства РФ № 878, 1310, 1311, 2013, 2014

Источник: Керт, SberCIB

Обзор компании

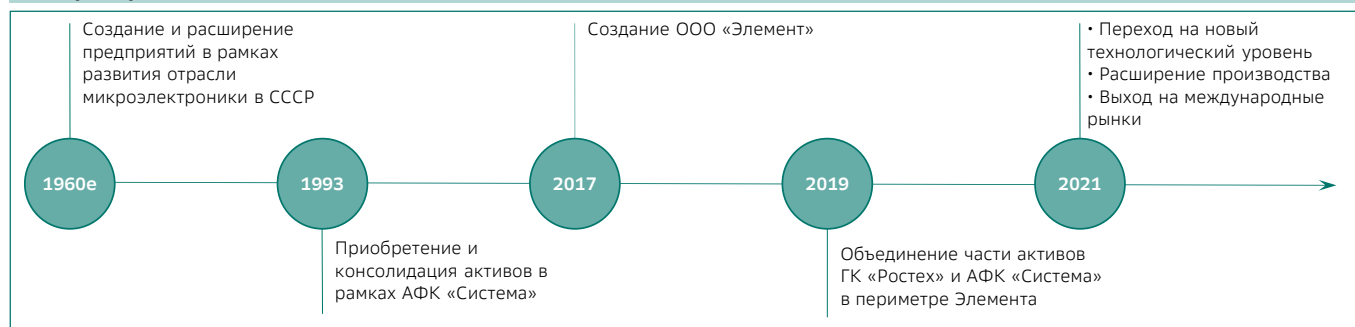
Элемент – лидер рынка микроэлектроники в России

Элемент обладает полным циклом разработки и производства микроэлектроники (IDM). Это единственная такая компания в России. Ключевые этапы цепочки разработки и производства электронной аппаратуры и микроэлектронных компонентов входят в периметр группы, что дает ей значительные преимущества в условиях волатильности и ограничений на рынках микроэлектроники России и дружественных стран. Элемент объединяет девять производственных активов и десять дизайн-центров в России, а также фабрику по корпусированию микросхем в Китае.

Структура компании. Элемент был создан в 2017 году для объединения активов ПАО АФК «Система» и ГК «Ростех» на базе советских предприятий микроэлектроники (объединение состоялось в 2019 году). В группу «Элемент» входят 35 юридических лиц, однако в соответствии с Постановлением Правительства РФ № 1102 от 4 июля 2023 года Элемент не раскрывает информацию о юрлицах, входящих в группу, кроме их географического положения: 30 компаний работают на территории России, 2 – в Гонконге и еще 3 в материковой части КНР.

Лидер на рынке микроэлектроники среди российских производителей. По данным Kert, Элемент по итогам 2023 года занял 51% российского рынка (по выручке).

История развития компании



Источник: компания, SberCIB

Бизнес-модель

Микроэлектроника занимается изучением и созданием малогабаритных электронных устройств, интегральных микросхем, микропроцессоров, микросенсоров и других элементов, работающих в микро- и наномасштабе. Микроэлектроника – основа современной вычислительной техники, телекоммуникационного оборудования, медицинской техники, широко используется в автомобильной промышленности и других отраслях.

В ПРОИЗВОДСТВЕ МИКРОЭЛЕКТРОНИКИ ВЫДЕЛЯЮТ НЕСКОЛЬКО ЭТАПОВ:

- ▶ разработка и проектирование микросхем;
- ▶ производство кристаллов;
- ▶ производство корпусов;
- ▶ сборка микросхем и дискретных полупроводниковых приборов в корпус для дальнейшего использования при производстве конечной продукции.

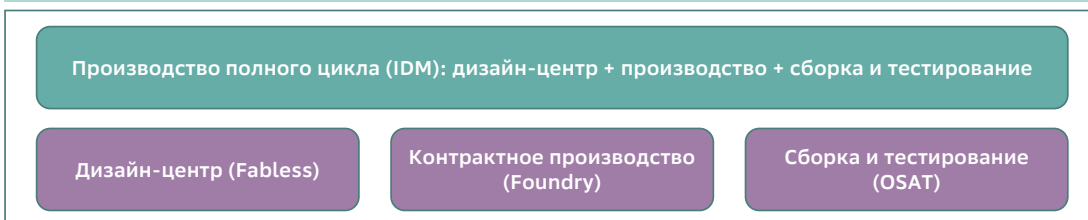
На рынке микроэлектроники есть четыре основных бизнес-модели:

- ▶ **Полный производственный цикл (IDM)** – разработка, проектирование и производство микроэлектроники;
- ▶ **Fabless-модель (продуктовые компании, дизайн-центры)** – специализация на создании и продаже микросхем;
- ▶ **Foundry-модель (производственные услуги)** – специализация на выпуске микроэлектроники по разработкам и проектам других компаний;
- ▶ **Центры по сборке и тестированию (OSAT)** – специализация на сборке и тестировании микроэлектроники после этапа производства.

Группа «Элемент» – единственный в России производитель полного цикла. Элемент объединяет в своем периметре всю цепочку от создания оборудования до разработки и производства микросхем и конечной аппаратуры с их использованием. Большая часть компонентов для устройств всех продуктовых направлений разрабатывается и производится внутри группы.

В среднесрочной перспективе Элемент планирует перейти от продажи ЭКБ к реализации интегрированных продуктов с высокой добавленной стоимостью. К ним относятся электронные модули и блоки, модули связи 2G/3G/4G, блоки питания, а также линейки универсальных модулей управления.

Ключевые отраслевые бизнес-модели



Источник: Kert

Продукты компании

Широкая линейка продуктов: от силовой электроники до цифровой идентификации и беспроводной связи. В настоящий момент Элемент производит свыше 2,2 тыс. различных наименований изделий – от силовой электроники до средств цифровой идентификации и беспроводной связи, а также интегральные продукты с высокой добавленной стоимостью (электронные блоки, модули, спецоборудование для различных процессов).

Продуктовая линейка Группы «Элемент»



Источник: компания, SberCIB

Продукция Элемента используется при производстве банковских, SIM и транспортных карт, биометрических документов, микросхем и микроконтроллеров для связи и навигации, блоков силовой электроники для электротранспорта и т.д. Среди наиболее массовой продукции группы – микросхемы для транспортных карт «Тройка», банковских карт «Мир» и защищенные микросхемы для заграничных паспортов и прочих электронных документов.

Сферы применения продукции компании

Чипы для банковских, SIM и транспортных карт	Чипы и микросхемы для электронных документов	Микросхемы и контроллеры для космических аппаратов	Системы навигации и элементы управления для транспорта
		 - Микросхемы для спутниковой навигации - Высокоскоростные контроллеры бортовой сети - Сбоеустойчивые микроконтроллеры - Микросхемы памяти	 - Модули навигации, связи и геопозиции - Микросхемы для электромобилей - Блоки силовой электроники - Контроллеры управления речным электротранспортом

Источник: компания, SberCIB

Производственные мощности могут вырасти в два раза в долгосрочной перспективе. Текущая производственная мощность составляет 120 тыс. пластин в 200 мм эквиваленте в год с потенциалом увеличения до более 250 тыс. пластин в долгосрочной перспективе. Технологические компетенции Элемента позволяют разрабатывать микросхемы с топологией от 3 мкм до 22 нм (по данным компании), включая микроконтроллеры, навигационные интегральные схемы, программируемые логические интегральные схемы (ПЛИС) и т.д., применяемые в преобразовании питания, энергетике, связи и навигации, интернете вещей, электронных блоках управления и инфраструктуре. Потенциал развития разработки в среднесрочной перспективе включает проектирование CPU, GPU, элементов LTE/WiFi/Bluetooth, новых ПЛИС, памяти ReRam и т.д. с применением в AR/VR устройствах, интеллектуальных камерах, интеллектуальной робототехнике, интеллектуальной медицине, смартфонах и умных устройствах, новом промышленном оборудовании, памяти и распределенных системах.

Ключевые конкурентные преимущества

Основным конкурентным преимуществом компания считает наиболее широкий ассортимент продукции на российском рынке гражданской микроэлектроники и вертикальную интеграцию своего предложения. Ассортимент у Элемента шире, чем у всех других компаний, а некоторые виды продукции в РФ выпускает только он.

Сопоставление продуктового портфеля основных конкурентов компании

	 Элемент	Игрок 2	Игрок 3	Игрок 4	Игрок 5
Виды продуктов микроэлектроники					
Микроконтроллеры	✓	✓	✓	✗	✗
ПЛИС	✓	✗	✗	✗	✗
GPU и процессоры	✓	✓	✗	✓	✗
Навигационные ИС	✓	✗	✗	✗	✗
Интерфейсные и связные ИС	✓	✓	✗	✗	✗
Аналоговые ИС	✓	✗	✓	✗	✗
Память ПЗУ	✓	✓	✗	✗	✗
Преобразователи питания	✓	✓	✗	✗	✗
Полупроводники	✓	✗	✓	✗	✗
Сенсоры и датчики	✓	✗	✗	✗	✗
Фотоприемники	✓	✗	✗	✗	✗
Прочие	✓	✓	✓	✗	✓

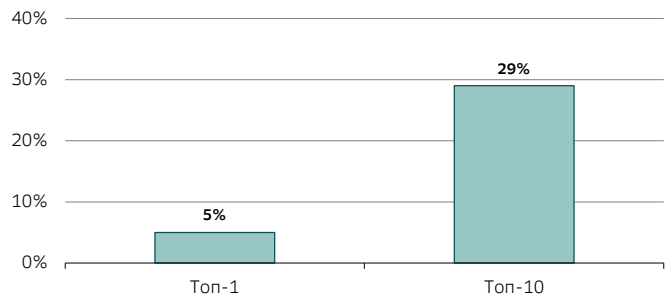
Источник: компания

КЛИЕНТСКАЯ БАЗА И КАНАЛЫ ПРОДАЖ

Высокая диверсификация по клиентам и отраслям. Клиенты Элемента – в основном российские предприятия в различных отраслях экономики, но компания не раскрывает точных сведений о них. В среднем за период 2021-2023 гг. на государственный сегмент приходилось 11% выручки Элемента.

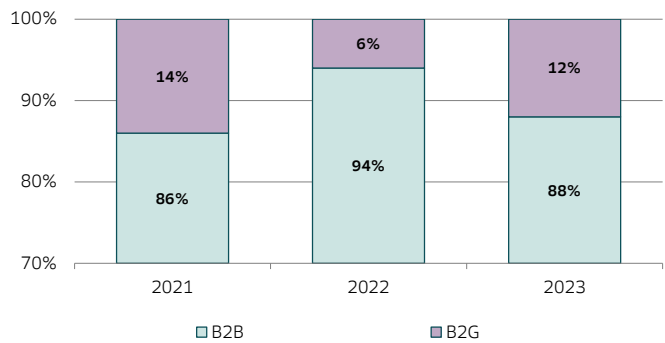
Элемент слабо зависит от крупных клиентов. По итогам 2023 года у группы было более 2,9 тыс. клиентов, при этом доля крупнейших 10 клиентов от консолидированной выручки по МСФО составила 29%.

Концентрация выручки по клиентам в 2023 г.



Источник: компания, SberCIB

Диверсификация выручки по B2B и B2G сегментам



Источник: компания, SberCIB

Стратегия развития

Цель компании – укрепить лидерство на растущем рынке российской микроэлектроники. В основе стратегии развития – расширение ассортимента, в том числе за счет создания новых производственных мощностей, увеличение продаж продукции с высокой добавленной стоимостью и выход на рынки дружественных стран.

Ключевые финансовые показатели

Выручка

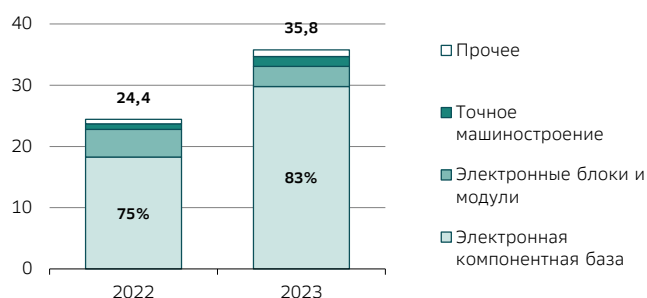
Согласно отчетности по МСФО, выручка компании состоит из четырех сегментов:

- **Электронная компонентная база (83%):** корпуса, микросхемы, полупроводниковые элементы, прочих комплектующие, программное обеспечение электронной компонентной базы, системы автоматизированного проектирования для микроэлектроники, НИОКР по данному направлению, а также foundry производство и переработку давальческого сырья, корпусирование, тестирование и т.п.
- **Электронные блоки и модули (9%):** аппаратура, блоки, модули, оборудование RFID, а также услуги, оказываемые в отношении таких изделий (разработка программного обеспечения модулей, лицензирование и прочие НИОКР).
- **Точное машиностроение (5%):** производство и реализация оборудования для микроэлектроники, НИОКР по данному направлению, оказание услуг по технической поддержке и организации производства.
- **Прочее – (3%).**

Существенную часть выручки (78%) компания зарабатывает по договорам серийного типа, которые характеризуются высокой повторяемостью и стандартизованностью производимой продукции. Еще 17% выручки компания получает по договорам проектного типа, которые выполняются по согласованному с покупателем техническому заданию, а остальное – от продажи прочих товаров и услуг.

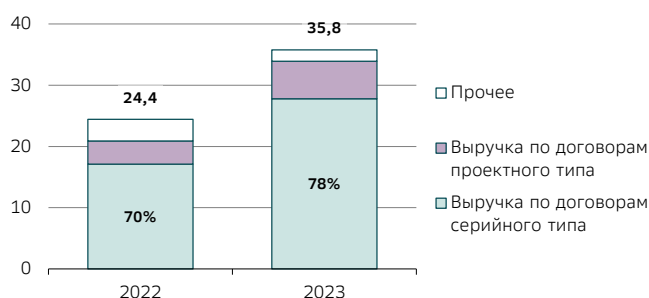
В 2023 году выручка компании выросла на 46% в большей степени благодаря сегментам электронной компонентной базы (плюс 63%) и точного машиностроения (плюс 73%). Этому прежде всего способствовал рост объемов выпуска в связи с увеличением спроса на продукцию компании, в том числе и из-за ухода с рынка иностранных производителей.

Динамика и структура выручки по сегментам, % и млрд руб.



Источник: компания, SberCIB

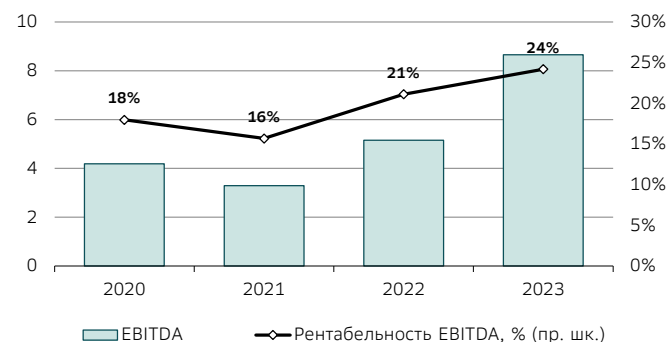
Динамика и структура выручки по типам договоров, % и млрд руб.



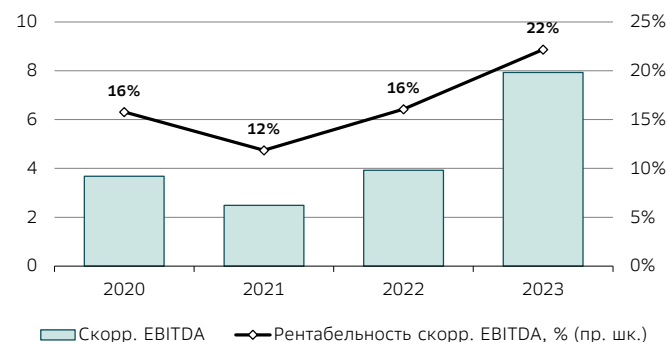
Источник: компания, SberCIB

EBITDA

За последние четыре года (2020 – 2023) EBITDA группы выросла в два раза – с 4,2 млрд руб. до 8,6 млрд руб. при росте выручки чуть более чем на 50%. Рентабельность по EBITDA тоже росла в этот период – с 18% до 24%. Если скорректировать EBITDA на госсубсидии, то рентабельность по EBITDA по итогам 2023 года составила бы 22%.

EBITDA группы и ее рентабельность в 2020-2023 гг., млрд руб.

Источник: компания, SberCIB

Скорректированная* EBITDA группы и ее рентабельность в 2020-2023 гг., млрд руб.

* с учетом государственных субсидий

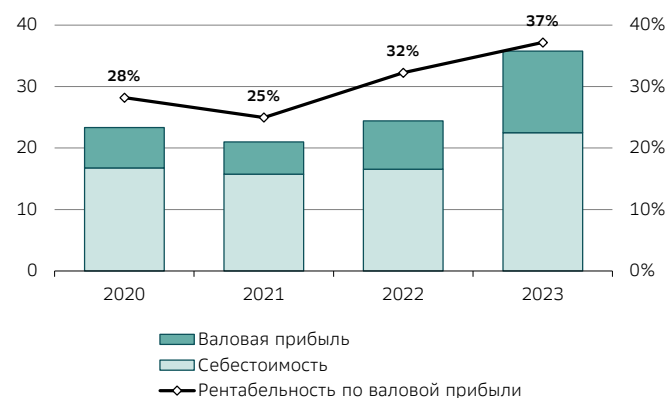
Источник: компания, SberCIB

Производственные затраты

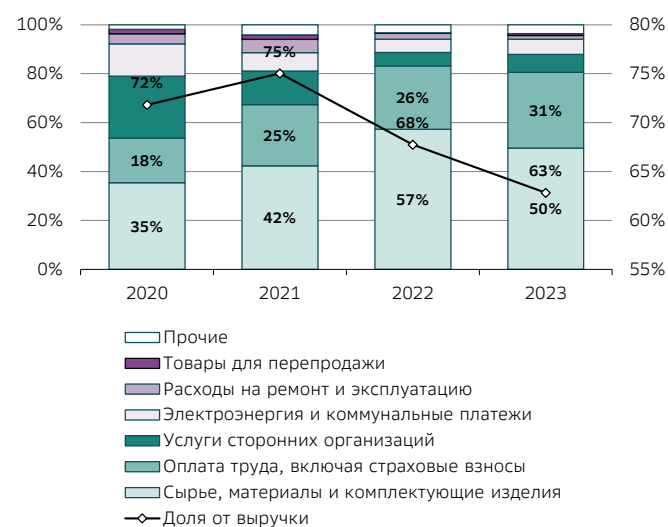
Себестоимость продукции за последние четыре года снизилась с 75% до 63% от выручки. Половина затрат – это материалы и комплектующие изделия, вторая по величине статья расходов – оплата труда (31%). Число сотрудников за указанный период росло примерно на 12% ежегодно, причем пятая часть из них занимается разработкой, а это дорогостоящий персонал. К тому же в штате компании 150 кандидатов наук и 27 докторов наук. В 2023 году расходы на персонал выросли более чем на 60%, хотя их доля относительно выручки осталась практически неизменной.

Рентабельность валовой прибыли (выручка минус себестоимость) в 2023 году составила 37% – это рекорд за предыдущие четыре года, до этого показатель не превышал 32%.

Коммерческие расходы за последние четыре года в среднем составляли 14% от выручки. В их структуре также большая часть приходится на оплату труда, на которые приходится более 70% коммерческих затрат.

Себестоимость, валовая прибыль и рентабельность

Источник: компания, SberCIB

Структура затрат и их доля от выручки группы

Источник: компания, SberCIB

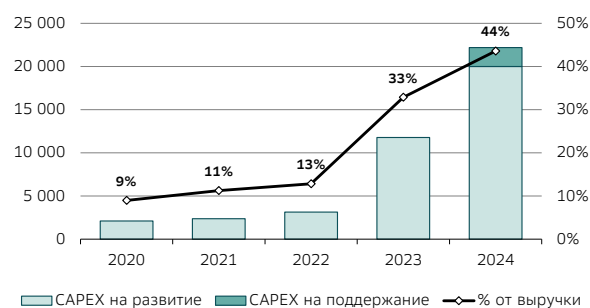
Капитальные затраты

Группа запланировала масштабную инвестпрограмму на ближайшие годы – 100 млрд руб. (в основном на 2024–2026 гг). По словам главы компании Ильи Иванцова, в ближайшие три года сумма инвестиций вырастет до 20 млрд руб. в год, а в отдельные годы может превышать 30 млрд руб. Для развития группа планирует использовать помимо собственных средств господдержку: субсидии, льготные кредиты и т. п.

За последние четыре года, по которым доступна отчетность компании, инвестиции суммарно не превысили 20 млрд руб. Самым масштабным за это время был прошедший год – компания проинвестировала в развитие 11,7 млрд руб., или свыше 30% от выручки, хотя ранее эти расходы не превышали 13% от выручки. При этом темп амортизации основных средств компании составил в среднем 8% за год.

Компания получает субсидии по инвестиционной деятельности, которые за последние четыре года составили 12,7 млрд руб. – это 65% всех ее инвестиций за аналогичный период.

Затраты на развитие и на поддержание основных средств и их доля от выручки



Источник: компания, SberCIB

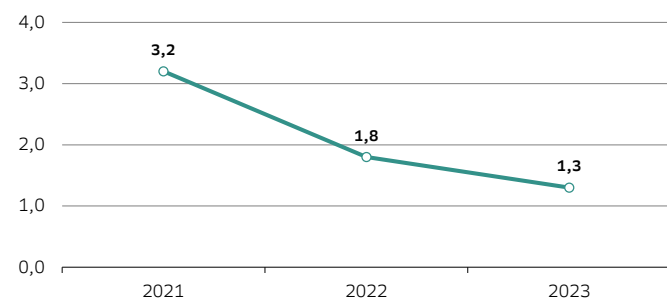
Структура долга

На конец 2023 года долговые обязательства компании с учетом лизинга и начисленных процентов составили 19,3 млрд руб. Из них на субсидированные кредиты и займы со средневзвешенной ставкой 1,8% пришлось 53%. Еще 43% составляют рыночные кредиты и займы со средней ставкой порядка 18%.

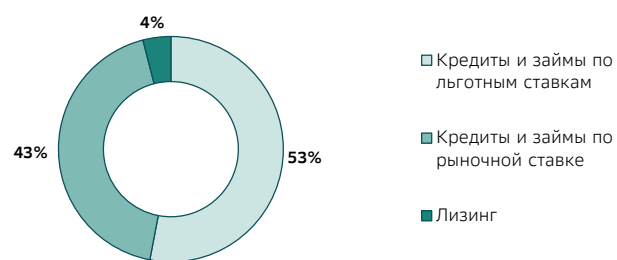
Краткосрочные обязательства на конец 2023 года составили 8% долгового портфеля (1,5 млрд руб.) против 40% в 2022 году. Более 42% долга погашается после 2029 года.

Чистый долг на конец 2023 года составил 10,9 млрд руб., что предполагает коэффициент «чистый долг/EBITDA» на уровне 1,3. Этот показатель заметно снизился с 3,2 в 2021 году и 1,8 в 2022 году.

При расчете чистого долга компания не учитывает денежные средства, полученные в рамках субсидирования, льготных субсидируемых займов и проч., поскольку они могут быть использованы только в рамках реализации соответствующих инвестиционных проектов. Объем таких денежных средств на балансе по состоянию на конец 2023 года равнялся 24,6 млрд. руб. и превышал объем долгового портфеля компании.

Динамика показателя «чистый долг/EBITDA»

Источник: компания, SberCIB

Структура долгового портфеля, % и млрд руб.

Источник: компания, SberCIB

Элемент на рынке акций

Компания «Элемент» провела первичное размещение акций на СПб Бирже, торги начались 30 мая 2024 года. С 6 июня акции компании также начали торговаться на МосБирже. Бумаги Элемента получили третий уровень листинга на МосБирже. Компания оценивается с прогнозным коэффициентом EV/EBITDA на 2024 год на уровне 8,4 и EV/выручка – на уровне 2,0.

На российском фондовом рынке среди публичных компаний сектора нет прямых аналогов Элемента. В связи с этим мы полагаем, что использовать напрямую сравнительный анализ на основе мультипликаторов EV/EBITDA и EV/выручка не совсем корректно. Также мы не сравниваем Элемент с зарубежными аналогами, поскольку считаем такое сравнение нерелевантным при существующих рисках и ограничениях на движение капитала мы. Тем не менее мы приводим эти данные в информационных целях, учитывая, что ряд инвесторов может проводить анализ мультипликаторов по всем российским компаниям технологического сектора и международным компаниям-аналогам (мы отобрали ряд компаний полного цикла производства) при принятии решения об инвестировании в данный сектор.

Ниже для наглядности мы приводим прогнозные мультипликаторы по компаниям в российском технологическом секторе и международным компаниям в секторе микроэлектроники.

Сравнительные показатели по международным компаниям в секторе микроэлектроники и технологическом секторе России

		EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			CAGR 2023-2026		Рент. по EBITDA 2024
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	Выручка	EBITDA	
Российские IT													
Высокотехнологичные компании													
Яндекс	YNDX RX	2,1	1,6	1,2	17,1	9,8	6,3	61,2	18,0	10,9	25%	51%	16%
Озон	OZON RX	2,5	1,9	1,3	–	21,8	9,6	–	–	28,1	35%	200%	9%
ВК	VKCO RX	2,0	1,6	1,4	–	–	42,3	–	–	–	27%	289%	--
Whoosh	WUSH RX	4,0	2,7	2,1	9,2	6,1	4,6	16,4	12,1	7,8	32%	34%	45%
Делимобиль	DELI RX	3,5	2,7	2,1	11,4	9,2	6,6	27,5	28,6	10,8	43%	39%	29%
HeadHunter	HHRU RX	8,5	6,7	5,4	14,3	11,3	8,9	21,3	13,8	11,8	24%	26%	60%
Медиана		3,0	2,3	1,7	12,8	9,8	7,8	24,4	15,9	10,9	29%	45%	29%
Разработчики ПО													
Софтлайн	SFTL RX	0,7	0,6	0,4	14,8	8,4	5,7	52,5	13,9	9,1	23%	48%	7%
Группа Позитив	POSI RX	9,3	5,0	2,7	19,0	9,4	4,7	21,3	10,8	5,4	70%	84%	53%
Группа Астра	ASTR RX	15,2	8,3	5,4	35,4	19,0	11,7	35,8	19,5	12,9	58%	64%	44%
Диасофт	DIAS RX	6,7	5,0	3,7	15,0	10,8	7,8	19,5	12,7	9,5	32%	35%	46%
Медиана		8,0	5,0	3,2	17,0	10,1	6,7	28,6	13,3	9,3	45%	56%	45%
Медиана по всем российским IT		3,7	2,7	2,1	14,9	9,8	7,2	24,4	13,8	10,8	32%	49%	44%
Международные компании в секторе микроэлектроники*													
Texas Instruments	TXN US	10,9	11,6	10,2	23,1	26,2	20,4	30,7	37,7	30,0	4%	7%	44%
Analog Devices	ADI US	11,7	13,1	11,5	24,8	29,7	24,5	54,9	37,8	29,5	-1%	-1%	44%
Microchip Technology	MCHP US	7,7	10,7	8,5	17,1	27,7	19,0	28,2	37,2	23,3	1%	0%	39%
ON Semiconductor Corp	ON US	3,9	4,4	4,0	10,0	12,3	10,4	14,6	17,9	15,0	2%	4%	36%
Will Semiconductor	603501 CN	5,2	4,4	3,8	68,1	26,0	18,7	124,9	37,4	27,1	20%	64%	17%
Sanan Optoelectronics	600703 CN	4,3	3,8	3,1	24,2	14,1	10,8	248,0	52,5	35,8	17%	9%	27%
Giga Device Semiconductor	603986 CN	7,4	6,2	4,9	85,4	36,8	23,7	252,8	49,9	31,8	23%	64%	17%
Renesas Electronics Corp	6723 JP	3,5	3,5	3,2	9,4	8,9	7,8	15,9	12,4	11,0	6%	10%	39%
Taiwan Semiconductor	2330 TW	9,6	8,0	6,6	14,2	11,9	9,7	26,2	22,4	17,9	20%	21%	67%
MediaTek	2454 TW	3,7	3,5	3,0	16,3	14,9	13,0	20,7	19,6	17,4	16%	21%	23%
United Microelectronics	2303 TW	2,9	2,7	2,4	6,5	6,5	5,4	12,7	14,8	12,1	10%	9%	42%
Медиана		5,2	4,4	4,0	17,1	14,9	13,0	28,2	37,2	23,3	10%	9%	39%

*в выборке представлены компании полного цикла производства
Источник: Investing.com, SberCIB,