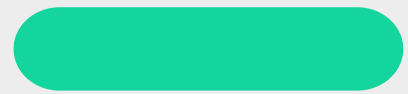


Sea Limited



Торговая идея по АДР

Предложение только для квалифицированных инвесторов



Sea Limited — сингапурский гигант электронной коммерции, входящий в тройку самых дорогих публичных компаний страны. Направление eCommerce представлено платформой Shopee, товарооборот (GMV) которой в 2023 году вырос до \$78.5 млрд (+6.8%) и за последние 12 месяцев превысил \$95 млрд (+21.1%). Как и другие популярные площадки азиатского региона (Lazada, Taobao, Coupang и т. д.) Shopee объединяет продавцов и покупателей.

Помимо традиционного сегмента электронной коммерции, Sea Limited является разработчиком и издателем многих популярных мобильных и компьютерных онлайн видеоигр, а также предлагает своим клиентам цифровые финансовые услуги SeaMoney, главными из которых является выдача потребительских кредитов и займов для МСБ, обработка платежей, мобильные кошельки и другие финансовые услуги, осуществляемые брендами ShopeePay и SPayLater.

График изменения цены АДР Sea Limited



Источник: Bloomberg

Резюме о компании

- **Рост товарооборота и доходов платформы Shopee.** В 2023 году товарооборот (GMV) платформы Shopee увеличился до \$78.5 млрд (+6.8%) и за последние 12 месяцев превысил \$95 млрд (+21.1%). Доходы направления eCommerce (без учёта статьи продажи товаров) за данный период выросли до \$7.9 млрд (+27.4%) и до \$9.7 млрд (+22.8%) соответственно.
- **Развитие компонента цифровых развлечении.** Sea Limited является разработчиком и издателем многих популярных мобильных и компьютерных онлайн видеоигр, развивая культуру киберспорта в регионе. По состоянию на конец 3кв2024 г. количество квартальных активных пользователей выросло на 15.5% до 628.5 млн в сравнении с 544.1 млн в аналогичном периоде прошлого года.
- **Высокое качество ссудного портфеля.** Компания может похвастаться высоким качеством ссудного портфеля. По состоянию на конец 3кв2024 г., показатель неработающих займов (NPL), отслеживающий уровень кредитов с просрочкой платежей выше 90 дней составляет всего 1.2%.
- **Деятельность компании перестала быть убыточной.** До недавнего времени бизнес Sea Limited оставался убыточным. Компания из года в год наращивала расходы на развитие бизнеса и в 2023 году негативный тренд был сломлен, и компания сумела получить первую годовую чистую прибыль в размере \$150.7 млн. По оценкам экспертов, чистая прибыль Sea Limited в 2024 году увеличится до \$1 188 млн и возрастет до \$2 105 млн и \$2 934 млн соответственно в следующие два года

Мы рекомендуем **“Покупать”** АДР Sea Limited с 3М ЦЦ в \$153.90.

текущая цена

\$128.27

целевая цена

\$153.90

потенциал роста

20%

52 недельная мин-
макс цена

\$43-139

тикер

SE US

ISIN

US81141R1005

торговая площадка

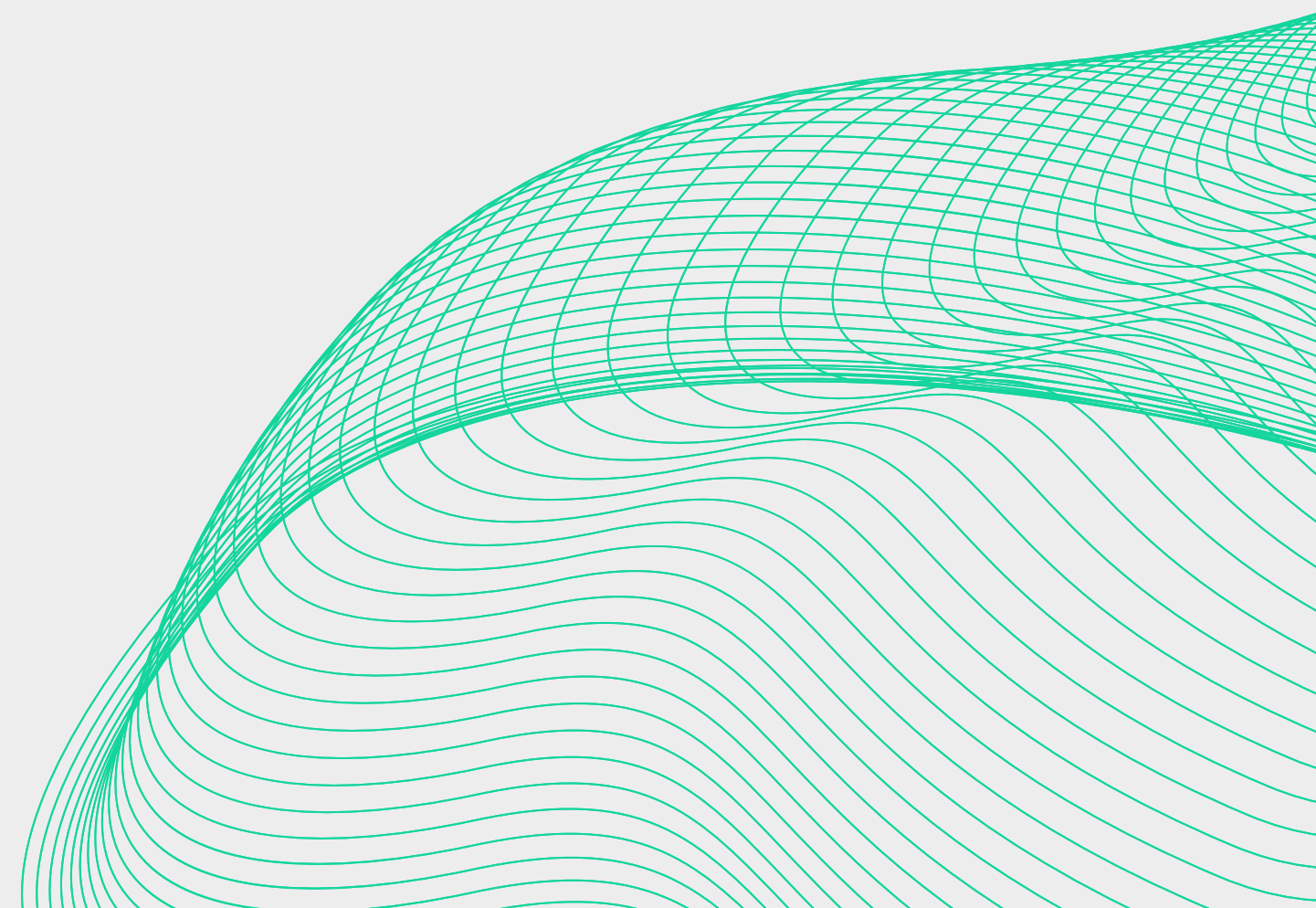
NYSE

средний ежедневный
объем торгов (млн)

3.4

рыночная капитализация
(млрд)

\$67.8



О компании



Sea Limited — сингапурский гигант электронной коммерции, входящий в тройку самых дорогих публичных компаний страны. Направление eCommerce представлено платформой Shopee, товарооборот (GMV) которой в 2023 году вырос до \$78.5 млрд (+6.8%) и за последние 12 месяцев превысил \$95 млрд (+21.1%). Как и другие популярные площадки азиатского региона (Lazada, Taobao, Coupang и т. д.) Shopee объединяет продавцов и покупателей.

Компания зарабатывает на том, что взимает различного рода комиссионные сборы и получает доходы от размещения рекламы. Sea Limited ежегодно увеличивает монетизацию eCommerce направления. Уровень монетизации в 3кв2024 г. вырос до 11.2% в сравнении с 10.9% годом ранее и 10.0% в 2кв2023 г. Мы считаем, что сохранение тренда развития бизнеса eCommerce в Сингапуре и в регионах, где Sea Limited осуществляет деятельность будут выступать двигателем улучшения финансовых результатов компании. Вдобавок компания стремится сохранить тенденцию по увеличению уровня монетизации своей платформы.

Помимо традиционного сегмента электронной коммерции, Sea Limited является разработчиком и издателем многих популярных мобильных и компьютерных онлайн видеоигр, а также предлагает своим клиентам цифровые финансовые услуги SeaMoney, главными из которых является выдача потребительских кредитов и займов для МСБ, обработка платежей, мобильные кошельки и другие финансовые услуги, осуществляемые брендами ShopeePay и SPayLater.

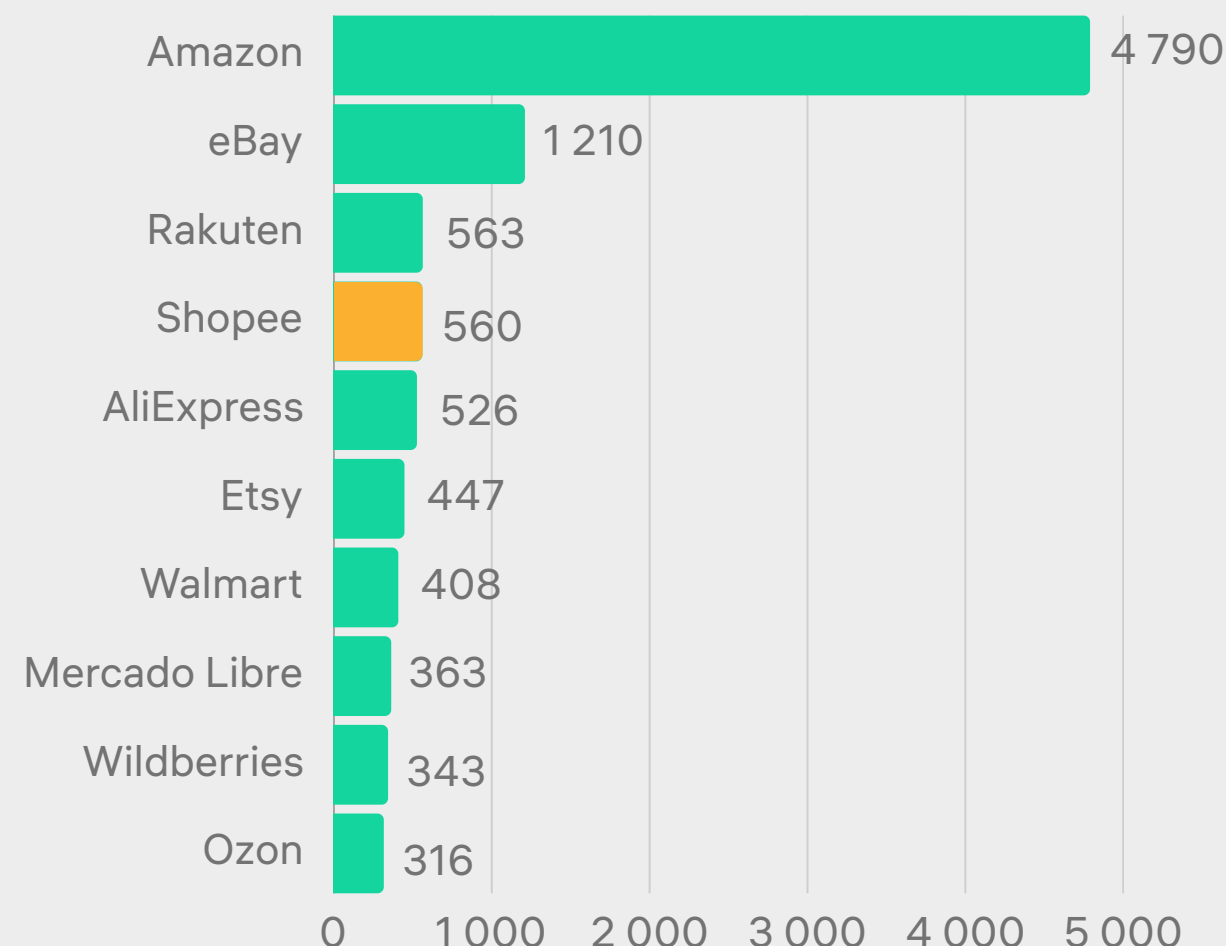
Бизнес Sea Limited уникален тем, что сочетает в себе перспективные направления электронной коммерции, игрового сегмента и финансов. При этом операционные метрики каждого компонента сигнализируют об успешности, каждого из них. Публичное размещение АДР Sea Limited состоялось в октябре 2017 года. На сегодняшний день трудовую деятельность в компании осуществляют порядка 62.7 тыс. человек.

Платформа Shopee

Основную часть доходов компании формирует отрасль интернет-торговли. Платформа Shopee была запущена в 2015 году в Юго-Восточной Азии и в Тайване, а в 2019 году совершила экспансию на перспективный рынок Латинской Америки, где ей удалось стать одной из популярных торговых онлайн площадок региона. На сегодняшний день Shopee является ведущей онлайн площадкой в странах Юго-Восточной Азии и в Тайване.

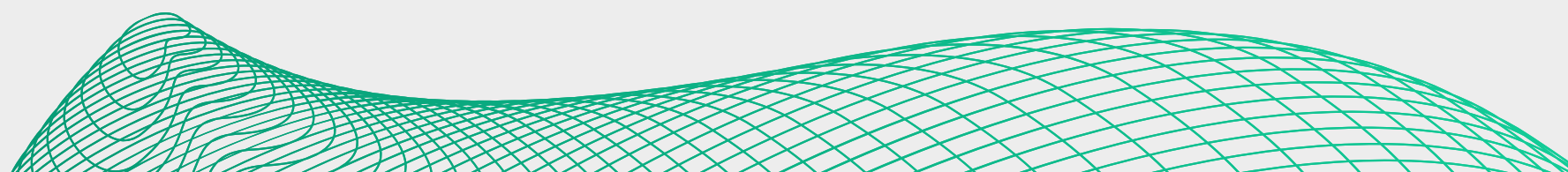
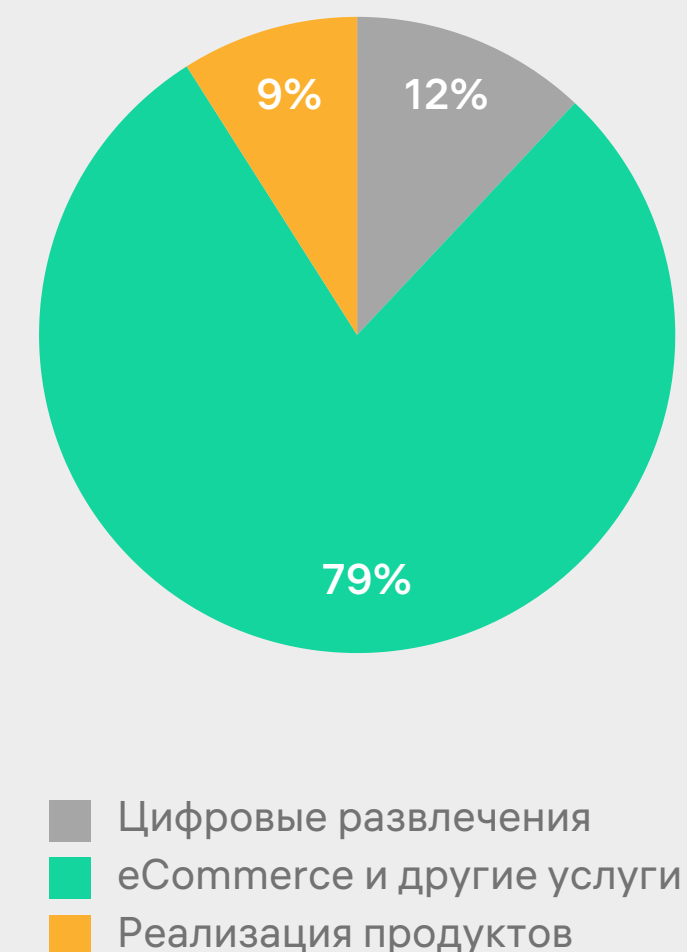
В январе-сентябре 2024 г. порядка 79% от всего объема выручки обеспечило направление eCommerce (включая прочие услуги). Около 9% сформировал сегмент реализации продуктов. Компания монетизирует платформу за счёт рекламы, комиссионных сборов, взимаемых с продавцов, а также за счёт выручки, полученной от оказания логистических услуг.

Рис 1. Самые посещаемые маркетплейсы в мире по ежемесячному трафику (апрель 2023 г.), млн



Источник: Statista, Sea Limited

Рис 2. Структура выручки Sea Limited



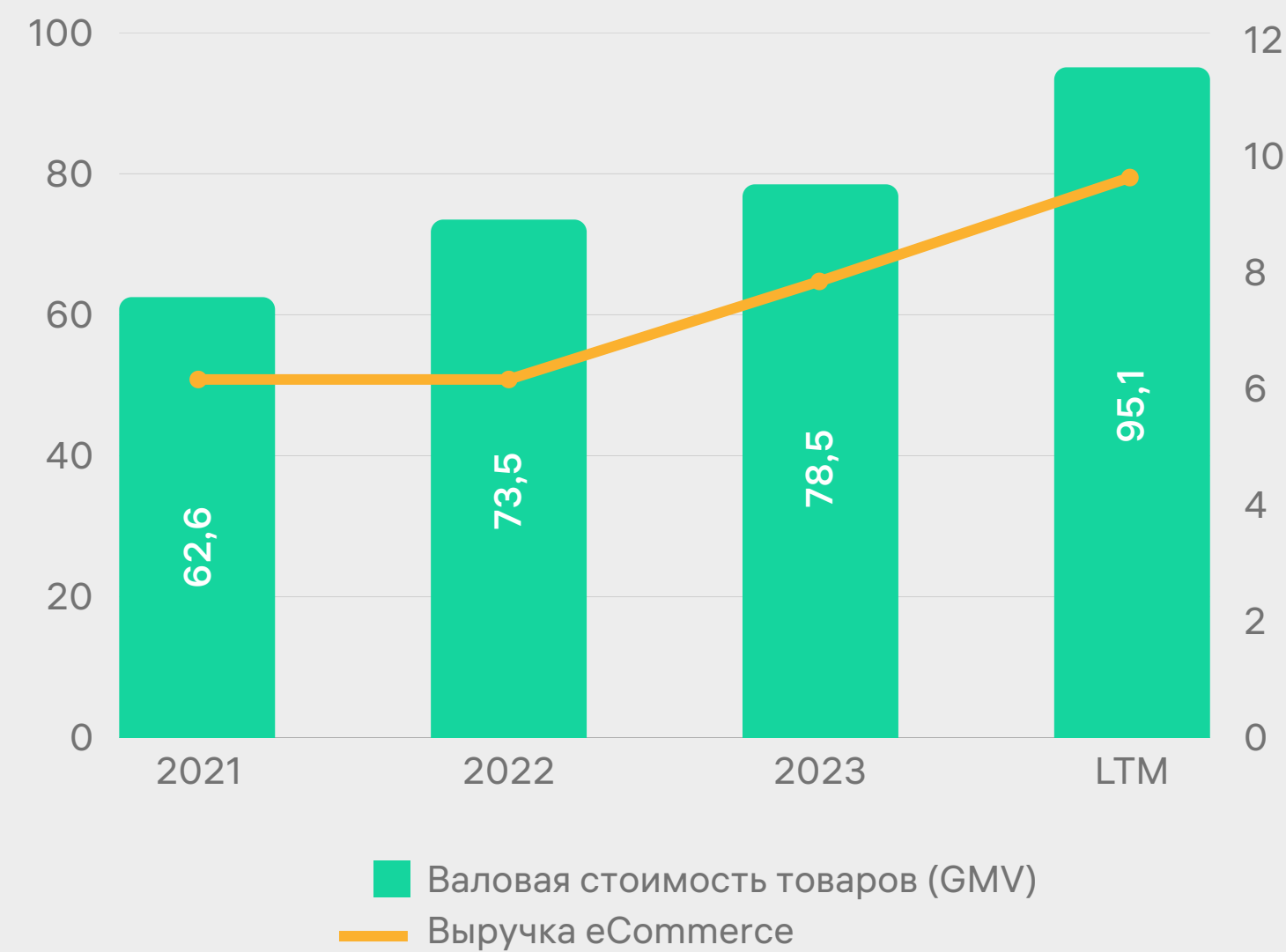
Рост товарооборота и доходов платформы Shopee

В 2023 году товарооборот (GMV) платформы Shopee увеличился до \$78.5 млрд (+6.8%) и за последние 12 месяцев превысил \$95 млрд (+21.1%). Доходы направления eCommerce (без учёта статьи продажи товаров) за данный период выросли до \$7.9 млрд (+27.4%) и до \$9.7 млрд (+22.8%) соответственно.

В 3кв2024 г. суммарная выручка eCommerce включая выручку от продажи товаров составила \$3.2 млрд в сравнении с \$2.2 млрд годом ранее. Порядка \$2.0 млрд принесли доходы от маркетплейса, \$0.8 млрд обеспечили доходы от предоставления разного рода услуг и \$0.4 млрд принесла выручка от реализации товаров. Sea Limited приобретает у третьих лиц товары и реализует их на своей платформе.

Более высокие темпы роста направления интернет-ритейла связаны с увеличением уровня монетизации и числа совершённых заказов на онлайн платформе компании. Так, к примеру, клиенты Shopee за январь-сентябрь 2024 года совершили 7.9 млрд покупок в сравнении с 5.6 млрд в аналогичном периоде прошлого года. Уровень монетизации в 3кв2024 г. вырос до 11.2% в сравнении с 10.9% годом ранее и 10.0% в 2кв2023 г.

Рис 3. Товарооборот (GMV) и доходы сегмента интернет-коммерции, млрд \$



Источник: Capital IQ

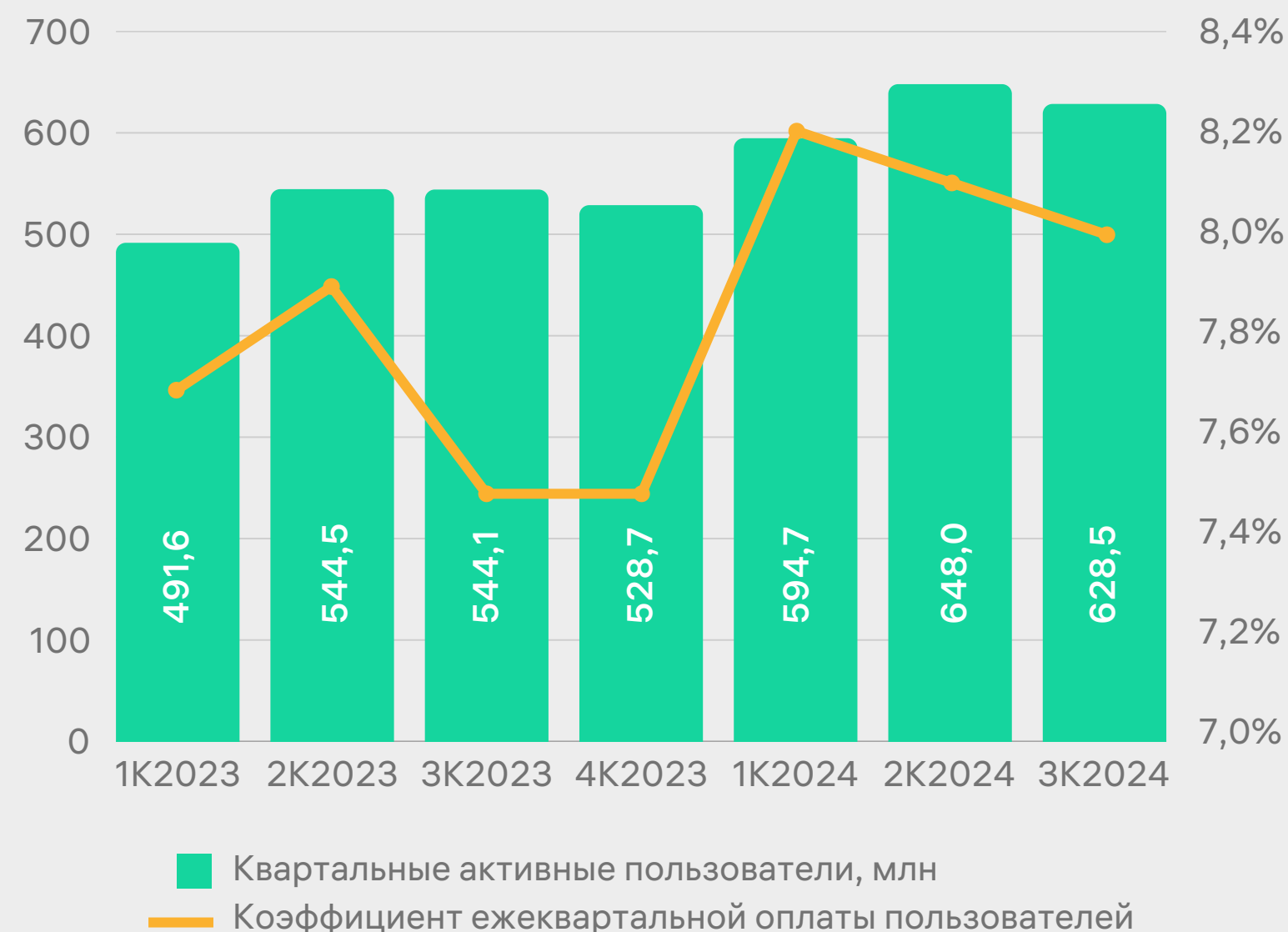
Цифровые развлечения, игровое подразделение

Sea Limited является разработчиком и издателем многих популярных мобильных и компьютерных онлайн видеоигр, развивая культуру киберспорта в регионе. Игровое подразделение (Garena) образовалось в 2009 году и за годы работы игровой сегмент привлёк в ряды клиентов компании сотни миллионов пользователей в большей степени за счёт популярной мобильной игры компании Free Fire, которая генерирует значимую часть доходов и доступна в 130 странах мира.

По состоянию на конец 3кв2024 г. количество квартальных активных пользователей выросло на 15.5% до 628.5 млн в сравнении с 544.1 млн в аналогичном периоде прошлого года. Показатель ARPU (Average booking perpaying user), отслеживающий выручку на одного пользователя подрос до \$11.1. Коэффициент ежеквартальной оплаты пользователей вырос до 8.0% в сравнении с 7.5% годом ранее.

Sea Limited ежегодно организует крупные киберспортивные турниры. За годы их проведения некоторая часть постоянных клиентов компании выросла в полноценных киберспортсменов.

Рис 4. Количество активных пользователей Garena, млн



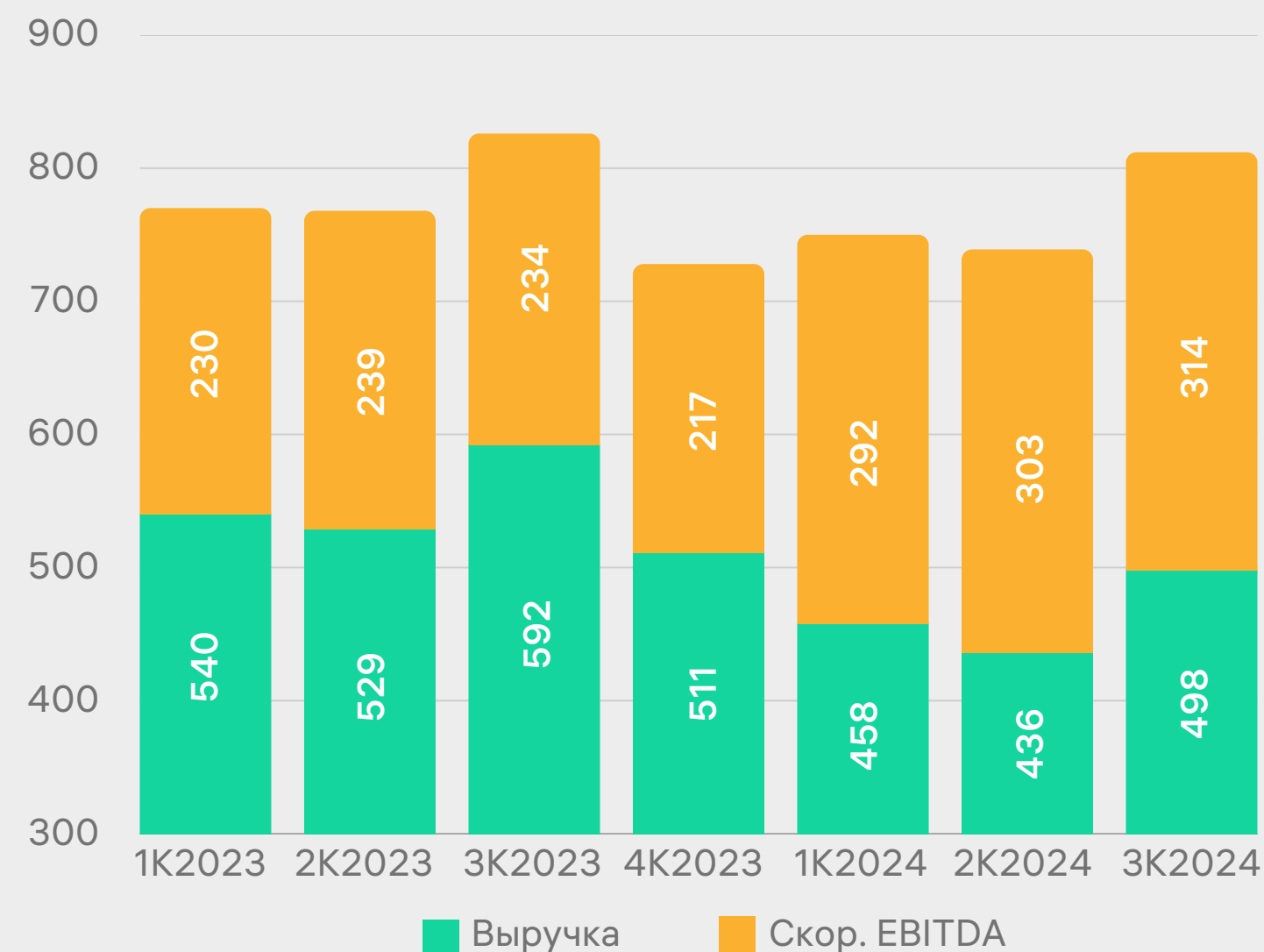
Источник: Sea Limited

Бизнес-модель игрового подразделения



В игровом сегменте компания использует Freemium бизнес-модель. Клиенты могут бесплатно устанавливать и играть игры компании, а доходы Sea Limited формируются за счёт продажи игровых скинов (внутриигровые предметы), которые дают пользователям возможность почувствовать свою значимость и выделиться среди других игроков. В редких случаях игровые скины предоставляют определённые преимущества в игре, как правило их покупают ради эстетического удовольствия.

Рис 5. Доходы и скорректированная EBITDA цифровых развлечений, млн \$



Источник: Sea Limited

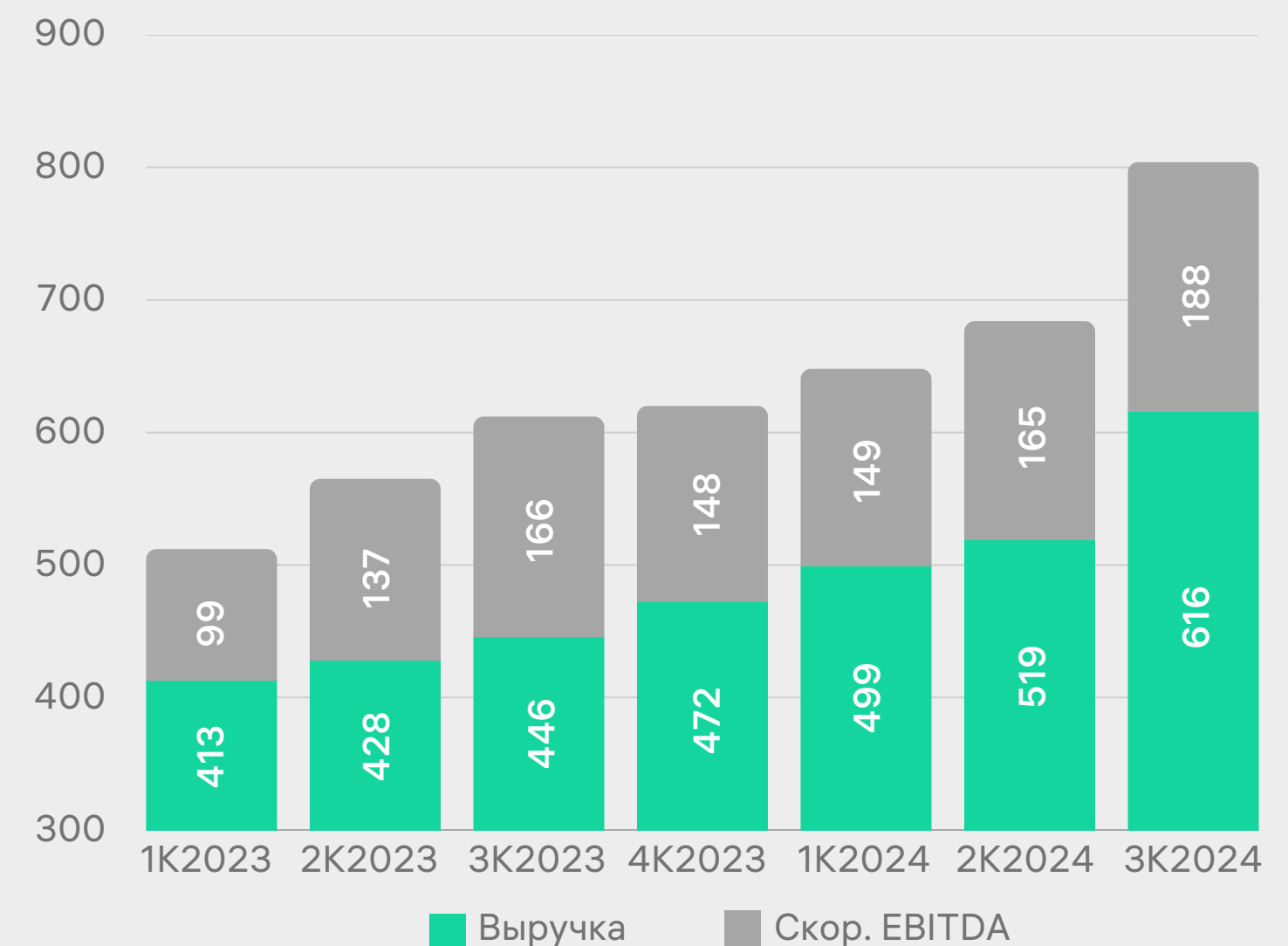
Финансовые услуги

Как и дочерняя организация Alibaba Group — Ant Group, Sea Limited предлагает своим клиентам цифровые финансовые услуги SeaMoney, главными из которых является выдача потребительских кредитов и займов для МСБ, обработка платежей, мобильные кошельки и другие финансовые услуги, осуществляемые брендами ShopeePay и SPayLater. Финансовые услуги компании доступны в восьми странах Юго-Восточной Азии, в Тайване и в Бразилии.

Значимая часть платежей, осуществлённых на платформе Shopee, обрабатывается электронным кошельком SeaMoney. Таким образом, рост популярности платформы оказывает поддержку росту данного направления. Помимо этого, компания добилась возможности использовать электронный кошелёк SeaMoney за пределами своей платформы.

В этом плане SeaMoney напоминает классический финтех. Пользователь в приложении имеет возможность оплачивать мобильную связь и коммунальные услуги, приобретать билеты на культурные мероприятия, оплачивать туристические туры и авиабилеты и т. д.

Рис 6. Доходы и скорректированная EBITDA цифровых финансовых услуг, млн \$



Источник: Sea Limited

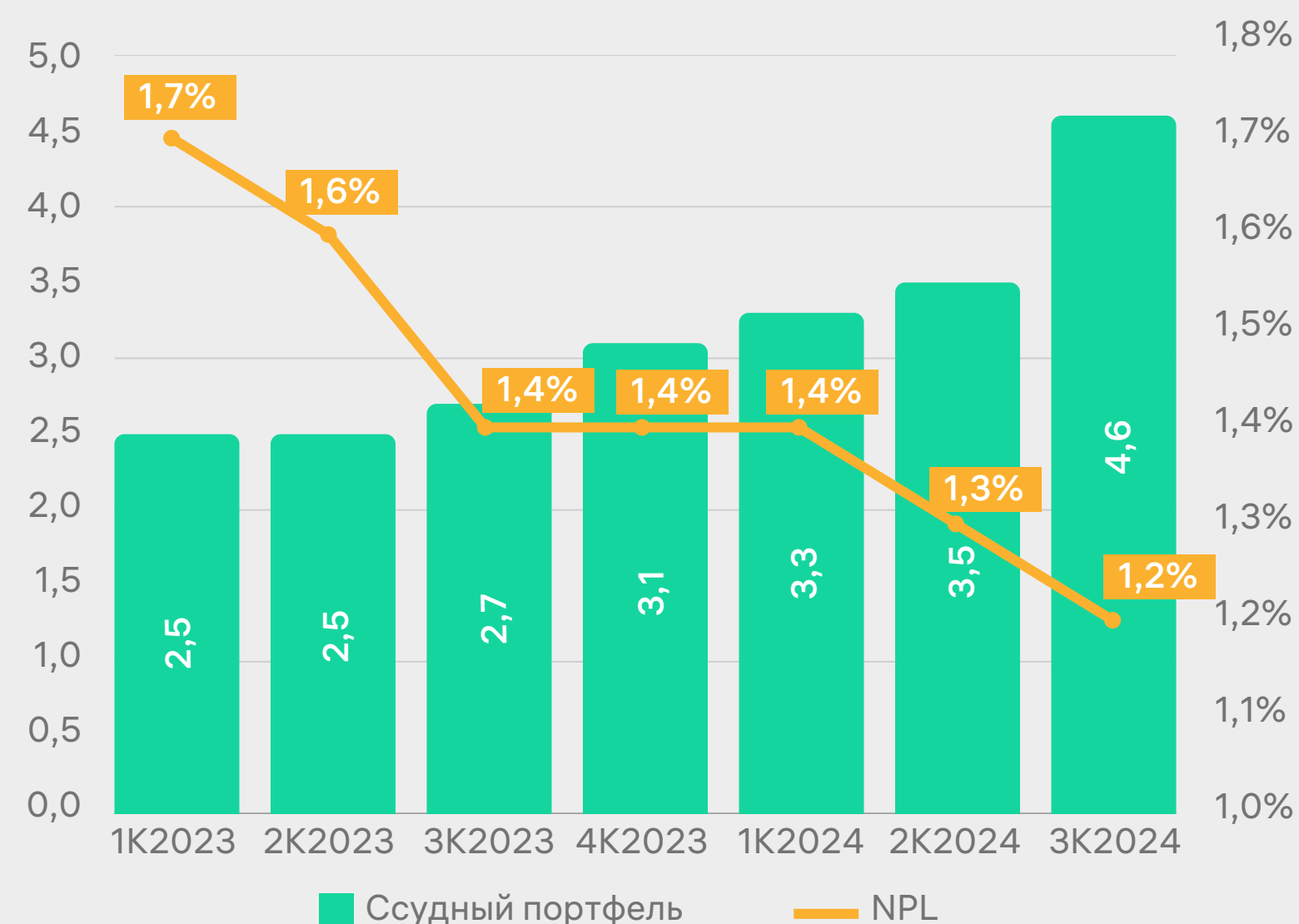
Высокое качество ссудного портфеля

Кредитный бизнес SeaMoney представлен потребительскими кредитами (SPayLater) для покупателей на платформе и ссудами, выданными владельцам МСБ. Кроме того, компания выдаёт розничные кредиты для других целей, как правило, сроком от 3 до 12 месяцев. Клиенты компании могут приобрести товар, представленный в Shoree в рассрочку.

Продавцам Sea Limited представляет кредиты для развития своего бизнеса. По состоянию на конец 3кв2024 г. ссудный портфель компании составлял \$4.6 млрд, из которых \$3.8 млрд пришлись на кредиты, выданные самой компанией, а оставшийся объём займов в размере \$0.8 млрд обеспечили ссуды, выданные другими финансовыми организациями (off-book loans). Стоит отметить, что ссудный портфель компании (on-book loans) в 3кв2024 г. показал высокие темпы роста и увеличился сразу на 31% кв/кв и на 70% г/г.

Компания может похвастаться высоким качеством ссудного портфеля. По состоянию на конец 3кв2024 г., показатель неработающих займов (NPL), отслеживающий уровень кредитов с просрочкой платежей выше 90 дней составляет всего 1.2%. Невысокое значение NPL сигнализирует о финансовой дисциплине заёмщиков и о высоком качестве кредитного портфеля компании.

Рис 7. Ссудный портфель (\$ млрд) и уровень неработающих кредитов



Источник: Sea Limited

Неоднородная прибыльность сегментов бизнеса



Несмотря на то, что в абсолютном выражении доходы направления eCommerce кратно превышают доходы остальных сегментов компании, при выручке направления электронной торговли в \$3 183.6 млн скорректированная EBITDA данного компонента составила всего \$34.4 млн и на протяжении последних четырёх кварталов оставалась отрицательной. Стоит отметить, то невысокое значение маржи EBITDA направления eCommerce является нормальным явлением для онлайн-ритейлеров. К примеру, у Amazon, Alibaba, Walmart прибыльность бизнеса в большей степени формируется за счёт других компонентов бизнеса (облачные услуги, цифровые и финансовые услуги и т. д.).

Наиболее прибыльными сегментами бизнеса Sea Limited являются направления цифровых финансовых услуг и цифровых развлечений. Их скорректированная маржа в 3кв2024 г. составила 30.5% и 63.2% соответственно и заметно улучшилась относительно прошлого года. В абсолютном значении выручка от оказания цифровых финансовых услуг в 3кв2024 г. увеличилась на 38% кв/кв до \$616 млн и на 27% г/г до \$1 634 млн в январе-сентябре 2024 года. В свою очередь доходы направления цифровых развлечений в 3кв2024 г. сложились на уровне \$498 млн (-15.9% кв/кв) и составили \$1 392 млн (-16.2% г/г) в первые девять месяцев 2024 года.

Таблица 1. Динамика изменения скорректированной EBITDA подразделений Sea Limited

млн \$		1K2023	2K2023	3K2023	4K2023	1K2024	2K2024	3K2024
Электронная коммерция	Выручка	2 067	2 111	2 232	2 591	2 748	2 821	3 184
	Скор. EBITDA	208	150	-346	-225	-22	-9	34
	Маржа скор. EBITDA	10,0%	7,1%	-	-	-	-	1,1%
Цифровые финансовые услуги	Выручка	413	428	446	472	499	519	616
	Скор. EBITDA	99	137	166	148	149	165	188
	Маржа скор. EBITDA	24,0%	32,0%	37,1%	31,4%	29,8%	31,7%	30,5%
Цифровые развлечения	Выручка	540	529	592	511	458	436	498
	Скор. EBITDA	230	239	234	217	292	303	314
	Маржа скор. EBITDA	42,6%	45,2%	39,5%	42,6%	63,8%	69,5%	63,2%
Прочие сервисы	Выручка	21,5	27,8	39,8	42,2	29,1	30,7	31,1
	Скор. EBITDA	-21,9	-7,2	-8,8	-7,0	-10,7	-6,0	-8,6
	Маржа скор. EBITDA	-	-	-	-	-	-	-
Нераспределённые расходы	Скор. EBITDA	-7,6	-9,5	-9,2	-6,9	-7,3	-3,9	-6,9
	Маржа скор. EBITDA	-	-	-	-	-	-	-
Консолидированные результаты	Выручка	3 041,1	3 095,7	3 310,2	3 616,6	3 734,4	3 806,9	4 328,2
	Скор. EBITDA	507,2	510,0	35,3	126,7	401,1	448,4	521,2
	Маржа скор. EBITDA	16,7%	16,5%	1,1%	3,5%	10,7%	11,8%	12,0%

Источник: Sea Limited

Риски

- **Корреция после впечатляющего роста.** За последний год котировки Sea Limited утроились в стоимости. Принимая во внимание высокое значение Beta (1.6) компании, котировки компании в случае обвала рынков и публикации негативных новостей рискуют упасть опережающими, чем рынок темпами.
- **Сильная реакция на отчётность.** В свете предстоящего выхода квартальной отчётности (04 марта) сохраняются риски резкого падения стоимости АДР компании после выхода квартальных данных. Исторически в период публикации финансовых результатов котировки Sea Limited переживают сильнейшую волатильность. Если в 2024 году АДР компании преимущественно сильно уходили вверх после обнародования данных, то в 2023 году в 3 из 4 кварталах котировки Sea Limited уходили в крутое пике после выхода отчётности.
- **Усиление конкуренции на рынке.** Компания осуществляет деятельность на высококонкурентном рынке. Потеря доли рынка за счёт усиления конкуренции может замедлить темпы роста бизнеса компании.

Выводы

Несмотря на бурный рост котировок компания по-прежнему сохраняет потенциал от текущих уровней. АДР Sea Limited находятся в ярко выраженном восходящем тренде и способны продолжить рост. В краткосрочном горизонте катализатором дальнейшего подъема котировок компании может выступить квартальная отчетность, публикация которой запланирована на 04 марта.

Двузначные темпы роста финансовых результатов компании, доминирующее положение в отрасли электронной торговли и дальнейшая экспансия eCommerce бизнеса за пределы родного региона, укрепление позиции игрового и медиа сегментов компании, и высокие перспективы дальнейшего увеличения проникновения бизнеса являются фундаментом инвестиционной привлекательности компании. Учитывая вышеизложенное, мы рекомендуем покупать АДР Sea Limited с 3М ЦЦ на уровне \$153.9 за АДР.

Финансовые показатели

Приложение 1. Бухгалтерский баланс

млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	30.09.2024
Денежные средства и краткосрочные ЦБ	3 221	6 293	10 159	6 894	5 359	7 913
Дебиторская задолженность	451	1 182	2 632	3 676	4 539	4 228
Денежные средства ограниченные в использовании	435	859	1 552	1 550	1 410	1 700
Запасы	27	64	117	110	125	201
Прочие компоненты текущих активов	276	541	675	458	341	1 512
Итого текущие активы	4 410	8 939	15 135	12 688	11 774	15 554
Основные средства	502	621	1 680	2 346	2 224	2 328
Прочие компоненты долгосрочных активов	312	896	1 941	1 969	4 886	3 810
Итого долгосрочные активы	814	1 517	3 621	4 315	7 109	6 137
Итого активы	5 224	10 456	18 756	17 003	18 883	21 692
Кредиторская задолженность	69	122	214	259	406	275
Начисленные расходы	367	852	1 290	1 119	1 633	2 148
Текущая часть незаработанной выручки	1 098	2 150	2 644	1 535	1 209	1 481
Текущая часть долгосрочного долга	31	-	-	31	152	152
Прочие компоненты текущих обязательств	798	1 513	3 028	3 991	4 769	5 533
Итого текущие обязательства	2 362	4 636	7 176	6 936	8 169	9 589
Долгосрочный долг	1 357	1 840	3 476	3 339	3 069	2 898
Долгосрочный лизинг	149	178	498	769	800	896
Прочие компоненты долгосрочных обязательств	183	381	181	149	147	280
Итого долгосрочные обязательства	1 689	2 399	4 155	4 256	4 017	4 074
Итого обязательства	4 052	7 035	11 332	11 192	12 186	13 663
Дополнительно оплаченный капитал	4 687	8 527	14 622	14 560	15 284	16 266
Нераспределенная прибыль	-3 531	-5 149	-7 195	-8 733	-8 582	-8 375
Прочие компоненты собственного капитала	6	5	-28	-111	-108	25
Неконтролируемая доля	10	37	26	95	104	112
Итого собственный капитал	1 173	3 420	7 424	5 811	6 698	8 029
Итого собственный капитал и обязательства	5 224	10 456	18 756	17 003	18 883	21 692

Источник: Capital IQ



Финансовые показатели

Приложение 2. Отчет о прибылях и убытках

млн \$	2021	2022	2023	г/г	9М2024	9М2023	г/г
Выручка	9 955	12 450	13 064	4,9%	11 869	9 447	25,6%
Себестоимость	6 059	7 264	7 230	-0,5%	6 870	5 138	33,7%
Валовая прибыль	3 896	5 185	5 834	12,5%	5 000	4 309	16,0%
Маржа валовой прибыли	39,1%	41,6%	44,7%	-	42,1%	45,6%	-
Общие и административные расходы	4 818	4 707	3 914	-16,8%	3 324	2 714	22,5%
Расходы на исследование и разработку	832	1 377	1 164	-15,4%	905	884	2,3%
Провизии по плохим кредитам	117	514	634	23,4%	541	474	14,2%
Прочие операционные доходы	288	279	221	-20,8%	127	163	-21,7%
Операционная прибыль	-1 583	-1 133	343	-	356	399	-10,7%
Маржа операционной прибыли	-	-	2,6%	-	3,0%	4,2%	-
Чистый процентный доход (расход)	-101	70	290	313,9%	243	209	15,9%
Неоперационные доходы (расходы)	-26	-427	-208	-51,4%	-157	-149	5,6%
Доналоговая прибыль	-1 710	-1 489	425	-	442	460	-3,9%
Маржа доналоговой прибыли	-	-	3,3%	-	3,7%	4,9%	-
Налоги	-333	-168	-263	-	232	186	24,9%
Чистая прибыль, проходящаяся	-2 043	-1 658	163	-	210	274	-23,3%
миноритариям	-4	6	-12	-	-3	-14	-76,8%
простым акционерам	-2 047	-1 651	151	-	207	260	-20,5%

Источник: Capital IQ, Kinross Gold

Приложение 3. Отчёт о движении денежных средств

млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	TTM
Чистый денежный поток от операционной деятельности	70	556	209	-1 056	2 080	2 535
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	-363	-887	-3 767	-2 429	-5 805	-4 328
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	2 580	3 733	7 402	400	366	1 168
Валютные корректировки	25	81	-58	-144	-8	130
Чистое увеличение (снижение) денежных средств	2 311	3 483	3 785	-3 228	-3 367	-495

Источник: Capital IQ, Kinross Gold



Контактная информация

Департамент торговых идей
E-mail dti@halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN

Factset
Halyk Finance

Департамент продаж
E-mail sales@halykfinance.kz

Refinitiv
Halyk Finance

Capital IQ
Halyk Finance



www.halykfinance.kz



+7 (727) 339 43 77



пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2025 г., все права защищены

