



# Positive Technologies

## Российский визионер в кибербезопасности

**Анна Курбатова**  
Старший аналитик, Москва  
+7 (495) 795-3740

**Олеся Воробьева**  
Аналитик, Москва  
+7 (499) 681-3075

**Рынок акций ИТ**  
12 августа 2022

Резюме

Мы начинаем анализ Positive Technologies (PT) с рекомендации **ВЫШЕ РЫНКА** и целевой цены 12М на уровне 1 690 руб. PT, торгуемая на Мосбирже с декабря 2021 г. после DPO, – один из топ-игроков в сегменте информационной безопасности (ИБ); компания предлагает широкий спектр самых инновационных продуктов в этом сегменте корпоративному и государственному сектору. Компания демонстрирует исключительные перспективы роста на среднесрочном горизонте (среднегодовые темпы роста продаж в 2021-24П оцениваются в 80%) – как за счет органических факторов, так и благодаря проходящей структурной трансформации российского ИБ рынка, открывающей новые горизонты для российских вендоров. POSI предлагает инвесторам привлекательное сочетание роста, рентабельности и дивидендов, с одной стороны, и низкие оценки стоимости, с другой. Наша целевая цена предусматривает впечатляющий потенциал роста на уровне 60% к текущим котировкам.

Инвестиционный анализ

**Лидер российского рынка кибербезопасности:** PT (создана в 2002 г.) – один из ведущих российских вендоров в сегменте ИБ решений для корпоративных и государственных клиентов. Компания монетизирует портфель из 15 продуктов, которые покрывают основные потребности безопасности корпоративных ИТ-систем, признаны мировыми исследовательскими институтами и де факто задают ориентиры в соответствующих рыночных нишах. На два ключевых продукта – *MaxPatrol 8* (контроль защищенности и соответствия стандартам) и *MaxPatrol SIEM* (управление информационной безопасностью и событиями безопасности) пришлось 55% совокупных продаж PT в 2021 г. Компания обслуживает порядка 2 300 клиентов – от крупных корпораций до МСБ; в ней работает более 1 200 сотрудников.

**Уникальный момент для роста локальных ИБ вендоров.** Спрос на услуги ИБ в мире следует за процессом цифровизации, так как ее обратной стороной является устойчивый рост кибератак на частных лиц, бизнесы и правительства. В конце февраля отраслевой ландшафт в России подвергся серьезным изменениям, открывая новые горизонты для роста местных игроков. 1) Количество кибератак против российских частных и госкомпаний резко выросло, подталкивая их уделять больше внимание ИБ и наращивать бюджеты для обеспечения бесперебойного развития бизнеса. 2) Многие глобальные вендоры в этой отрасли такие как AVAST, Palo Alto, Fortinet ушли из РФ, оставив множество российских клиентов без соответствующих обновлений своих продуктов и техподдержки. По оценке PT, с уходом этих игроков освободилась рыночная ниша примерно 80 млрд руб. в год. 3) Недавние изменения в законодательной базе ИТ-отрасли направлены на ускорение перехода с зарубежного на отечественное ПО и оборудование (включая решения ИБ) в различных стратегических отраслях, а также на оказание значимой государственной поддержки российским ИТ-компаниям. По прогнозу ЦСР российский рынок решений ИБ достигнет почти 460 млрд руб. к 2026г. (20% CAGR), при этом совокупные доходы отечественных игроков увеличатся почти в 4 раза по сравнению с 2021 г.

**Привлекательное сочетание быстрого роста и высокой рентабельности; дивидендные обязательства.** Выручка PT выросла в 2,7 раза с 2018 г. (39% CAGR) в основном благодаря выручке от продажи лицензий. Вместе с тем рентабельность EBITDA выросла на 14 п. п. до 41% в 2021 г. (61% CAGR), свидетельствуя о бизнес-модели с высоким операционным рычагом. На среднесрочном горизонте PT намерена ежегодно удваивать выручку за счет увеличения инсталляционной базы и дополнительных продаж новых продуктов клиентам (ожидается, что продажи таких продуктов как *PT ESG* и *PT SWARM* будут расти опережающими темпами - в 3-5 раз), а также повысить рентабельность до 50%. Наш прогноз предусматривает среднегодовые темпы роста продаж на 69% и долю целевого рынка 47% в 2026 г. (по сравнению с 9% в 2021г.). Мы ожидаем рентабельность EBITDA на уровне 42,3-46,6% в 2022-26 гг., что оставляет потенциал для повышения до озвученного компанией ориентира. При сильных возможностях в генерации СДП (мы прогнозируем его среднегодовые темпы роста на 94%) PT обещает выплачивать дивиденды акционерам в размере 50% годовой чистой прибыли, что предполагает прогнозный дивиденд на акцию в размере 32 руб. за 2022П при доходности 3% к текущим рыночным ценам.

Оценки стоимости

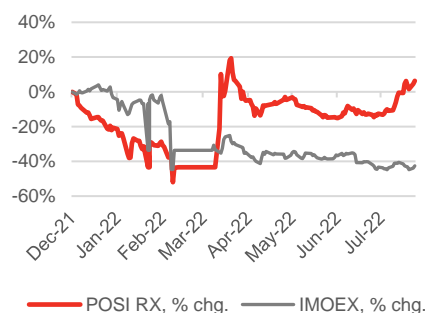
**Значительный потенциал роста фундаментальной стоимости с текущих котировок.** Акции PT сейчас торгуются по 2022-23 EV/EBITDA на уровне 12,5-6,8х и по P/E – на уровне 16,4-8,1х, что предполагает дисконты 48-76% к медианным коэффициентам международных аналогов. Наш анализ методом ДДП и на основе сравнительных мультипликаторов указывает на существенный потенциал роста POSI до 19,9-10,9х и 26,3-13,0х по 2022-23П EV/EBITDA и P/E соответственно и на потенциал сужения текущего рыночного дисконта к аналогам до 17-62%.

**Риски:** 1) при доле акций в свободном обращении около 11% и текущей рыночной капитализации примерно USD 1,2 млрд ограниченная ликвидность является основным препятствием для реализации потенциала фундаментальной стоимости. 2) Потенциальная невозможность обеспечить необходимый уровень найма высококлассных ИБ специалистов, учитывая что геополитическая ситуация может способствовать принятию решения о релокации в другие страны. 3) Переход на отечественные ИТ- и ИБ-решения российскими частными и госкомпаниями более медленными, чем ожидается темпами, предполагает более слабый в сравнении с ожиданиями инкрементальный спрос на продукты PT. 4) Сильное ухудшение макроконъюнктуры может негативно повлиять на ИТ-сектор и ИБ-бизнес.

Bloomberg тикер	POSI RX
Рекомендация	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия, руб.	1 058
Целевая цена, руб.	1 690
Потенциал	60%

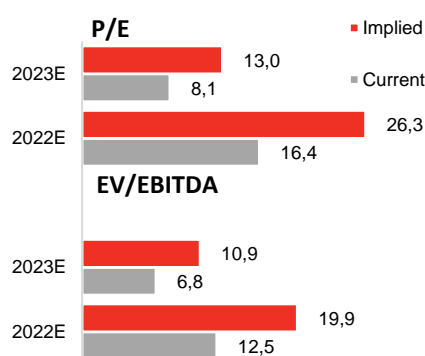
Дата ценообразования: закрытие рынка, 9 августа 2022 г.

POSI: относительная динамика с момента DPO



Источники: Московская биржа, Альфа-Банк

POSI ключевые оценки стоимости



Источники: Московская биржа, Альфа-Банк



## Инвестиционное резюме

### Рыночная капитализация в ходе DPO – 66 млрд руб.

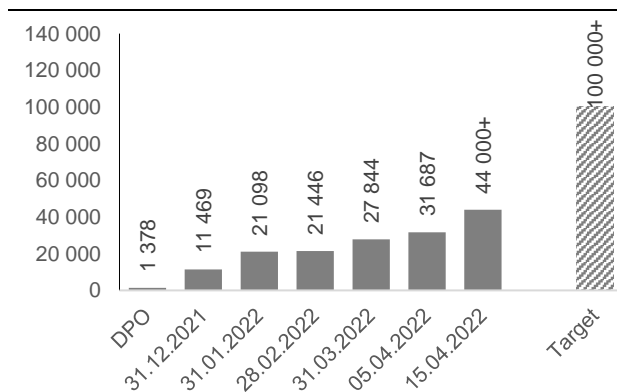
В декабре 2021 г. Positive Technologies стала первой публичной российской компанией в секторе кибербезопасности, которая первой вышла на рынок через прямое публичное размещение (DPO). Краткий обзор DPO Positive Technologies представлен в таблице ниже.

**Рис. 1: Краткий обзор DPO Positive Technologies**

Тип акций	Обыкновенные акции
Доля акционерного капитала на продажу	10,89%
Рыночная капитализация при DPO	65,6 млрд руб. при 994 руб./акцию на момент закрытия рынка в первый день торгов
Продающие стороны	Миноритарные акционеры: нынешние и бывшие сотрудники Группы, а также ее партнеры, которые получили акции от существующих акционеров в рамках программы дарения (примерно 1 400 человек)
Цели использования средств	Компания не получила средств от DPO
Листинг	Московская биржа
Тикер	POSI

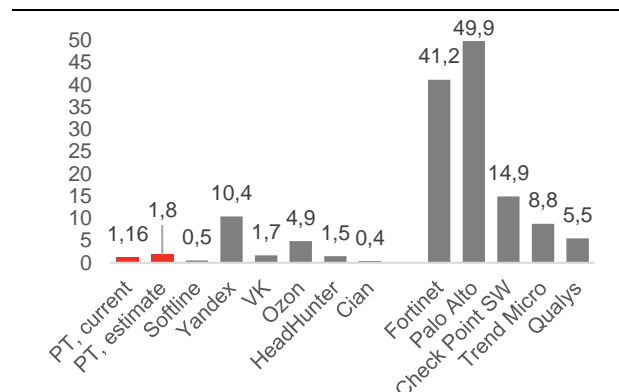
Источник: данные компании

**Рис. 2: Количество акционеров**



Источник: данные компании

**Рис. 3: Сравнение PT с аналогами по рыночной капитализации, млрд руб.**



Источник: Московская биржа, Investing.com

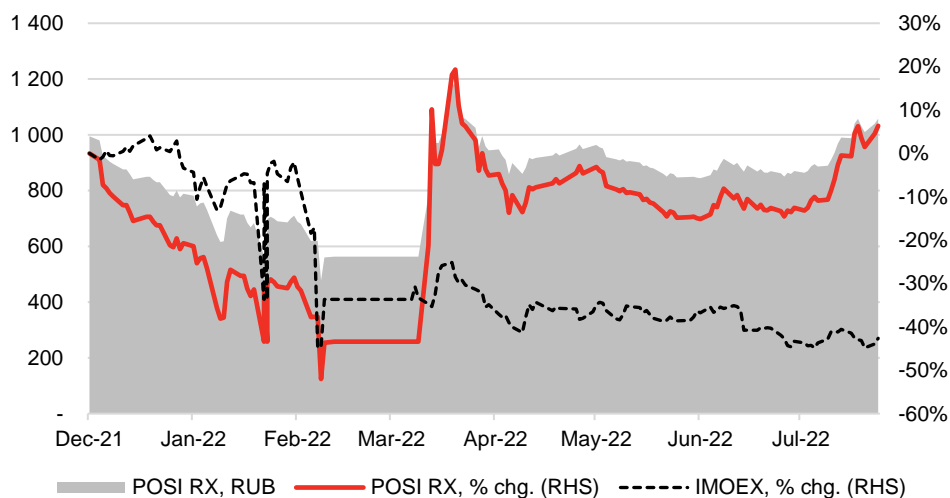
### 1. Динамика акций с момента DPO: преимущественно ниже цены DPO, но значительно опережая индекс

Positive Technologies – единственная компания в секторе кибербезопасности, акции которой торгуются на Московской бирже. С момента DPO в декабре 2021 г. акции торговались в диапазоне от 477 до 1 187 руб./акцию. После 31 марта цена не опускалась ниже 844 руб. (15% дисконт к цене DPO).

Сейчас акции PT торгуются по мультипликаторам 2022-23 EV/EBITDA на уровне 12,5-6,8x и P/E на уровне 16,4-8,1x. Это предусматривает значительный дисконт на уровне 48-76% к медианному мультипликатору международных аналогов



**Рис. 4: POSI: динамика акций с момента DPO**



Источники: Московская биржа, Альфа-Банк

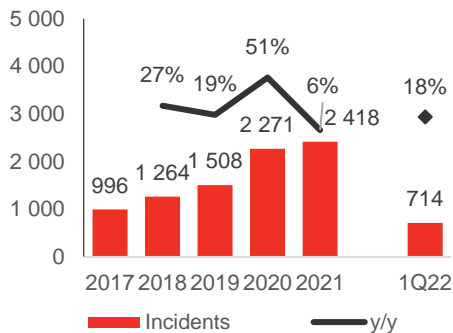
## 2. РФ столкнулась с беспрецедентным ростом кибератак с конца февраля, что подтолкнуло компании уделять больше внимания кибербезопасности

**Устойчивый рост кибератак против частных лиц, бизнесов и госучреждений – обратная сторона глобальных трендов цифровизации.** Массовый переход корпоративного сектора на удаленную работу на фоне пандемии Covid послужил дополнительным толчком к росту числа киберпреступлений в последние два года. Важно и то, что целями для кибератак чаще чем раньше становятся промышленные компании, что отражает низкий уровень кибербезопасности в этом секторе. В целом специалисты в области ИБ отмечают рост уязвимости корпоративных сетей и корпоративных ИТ-команд и их неспособность эффективно реагировать на все возрастающее число кибератак. По оценкам *RiskBased Security*, глобальные расходы на устранение ущерба от киберпреступлений составили USD3,0 трлн в 2015 г. и, по прогнозам, должны превысить USD10 трлн к 2025 г.

**За последние несколько месяцев РФ стала целью #1 для кибератак,** направленных на многочисленные отрасли и компании, от государственных Интернет-порталов и объектов инфраструктурны до СМИ и частных аккаунтов в соцсетях. Отраслевые эксперты также отмечают существенные изменения в качественных факторах: 1) рост количества инсайдерских атак (утечка личных данных и данных о клиентах), 2) повышенная сложность атак, 3) рост числа атак, направленных на производственные автоматизированные системы, а также рост DDoS-атак, 4) большое количество массовых атак и 5) изменения в поведении хакеров. Резкое увеличение киберпреступной активности заставило российские частные и публичные компании уделять самое пристальное внимание кибербезопасности и росту бюджетов на эти цели для обеспечения бесперебойной работы.

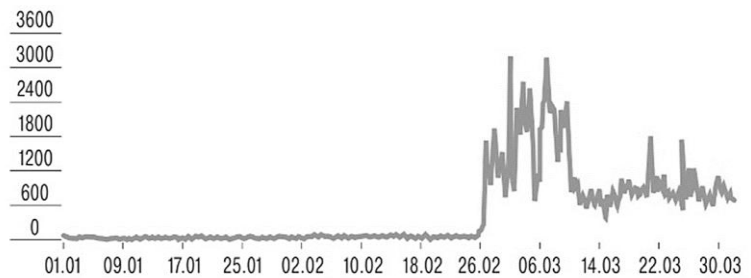


**Рис. 5: Количество выявленных уникальных киберпроешествий**



Источник: данные компании

**Рис. 6: Интенсивность DDoS-атак против российских ИТ-систем в 1К22, тыс. задействованных IP-адресов**



Источник: Qrator Labs

**Рис. 7: Показатели киберпреступной активности в 1К22**



Источники: Kaspersky Lab, Министерство цифрового развития, связи и массовых коммуникаций, Group-IB

### 3. Недавние законодательные акты направлены на ускорение перехода на российские ИБ-решения

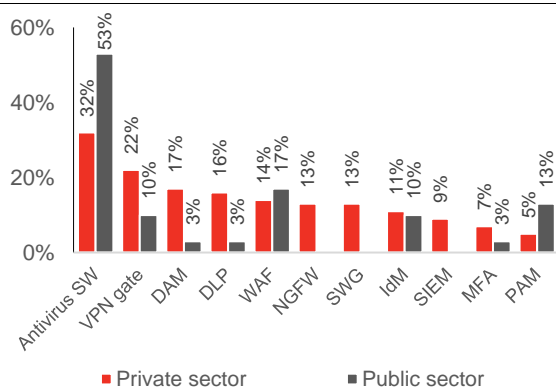
С конца февраля 2022 г. принято два законодательных акта (указ Президента РФ #166 от 30 марта 2022 и указ Президента РФ #250 от 1 мая 2022), направленных на переход к использованию отечественного ПО и оборудования и повышению требований к ИБ по всему госсектору и частным компаниям.

- Указ Президента РФ #166 1) запрещает с 31 марта 2022 г. **покупку** иностранного оборудования и ПО и связанных с ними сервисов для целей использования на объектах критической информационной инфраструктуры (КИИ) юрлицами, которые выполняют закупки товаров и услуг в соответствии с ФЗ #223 и 2) с 1 января 2025 г. запрещает органам государственной власти и юрлицам, которые осуществляют закупку товаров и услуг в соответствии с ФЗ #223, **использование** иностранного ПО на объектах КИИ.
- Указ Президента РФ #250 повысил требования по обеспечению кибербезопасности для широкого перечня органов государственной власти и компаний, обязав их возложить функции обеспечения информационной безопасности на уровень заместителя руководителя, а на непосредственно на руководителя возложить ответственность за обеспечение информационной безопасности соответствующих органов (организаций). Кроме того, идет процесс по ужесточению законодательства о безопасности персональных данных, который предполагает существенное увеличение штрафов для организаций, которые допустили инциденты с утечкой данных, и, таким образом, может стимулировать спрос корпоративного сектора на соответствующие DLP-решения.



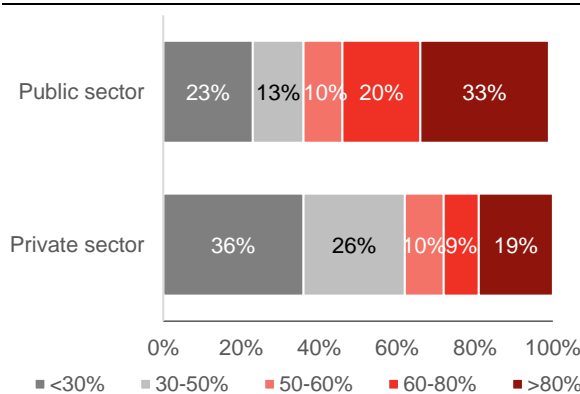
**Хорошие перспективы для импортозамещения в ИБ.** По оценкам игроков отрасли ИБ, от 60-70% (*R-Vision*) до 80% (*Security Vision*) международных ИБ продуктов уже имеют российские аналоги. Это превышает средний уровень проникновения отечественных продуктов по ИТ-отрасли в целом благодаря тому, что за последние несколько лет ИБ подпадала под более строгое регулирование со стороны государства. В ближайшие 18 месяцев как российские частные компании, так и госорганизации планируют активно замещать локальными аналогами иностранное антивирусное ПО, WAF и VPN-шлюзы. В коммерческом секторе замещение программ управления доступом к данным (DAM) и систем защиты от утечки данных (DLP) также является приоритетом самого высокого уровня, тогда как опрошенные госорганизации чаще упоминают систему управления привилегированным доступом (Privileged Access Management (PAM)).

**Рис. 8. Какие иностранные ИБ решения вы планируете замещать российскими аналогами в ближайшие 12 месяцев? (% респондентов)**



Источнику: отчет Rostelecom-Solar, Май 2022

**Рис. 9. Целевое проникновение российского ПО в области кибербезопасности к концу 2023 г. (% респондентов)**



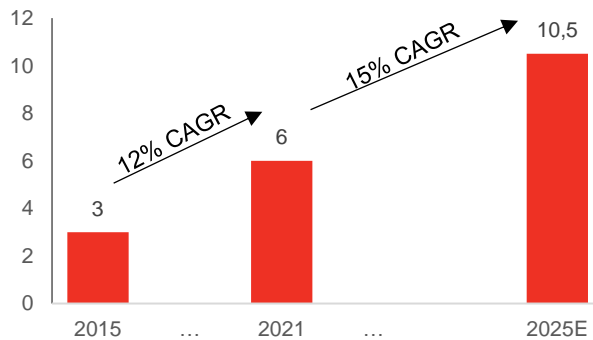
Источник: отчет Rostelecom-Solar, май 2022

#### 4. Рынок кибербезопасности: унакальный момент для российских игроков

**Цифровизация стимулирует спрос на кибербезопасность во всем мире.** Поскольку тренды цифровизации сильны во всем мире, количество кибератак также увеличивается, что требует роста инвестиций в кибербезопасность. Сокращение срока вывода новых цифровых продуктов на рынок приводит к росту числа приложений с уязвимостями, тогда как время на их исправление не становится короче. Это, в сочетании с уязвимостями ИТ-инфраструктуры, существенно повышает киберриски. Более того, рост уровня взаимосвязи между ИТ-системами и сетями открывает двери для появления новых уязвимостей. Интегрированные цифровые экосистемы предоставляют многочисленные преимущества для бизнеса, но, как следствие, требуют внедрения вертикалей партнерских ИБ систем. По оценкам *ResearchAndMarkets.com*, мировые расходы на кибербезопасность составили USD187 млрд в 2021 г. и имеют потенциал выхода на уровень примерно USD350 млрд к 2027 г. (11% CAGR). *Vantage Market Research* приводит аналогичные оценки, ожидая среднегодовой темп роста рынка услуг ИБ на уровне 9,5% в 2022-2028 гг. до USD374,9 млрд в 2028 г.

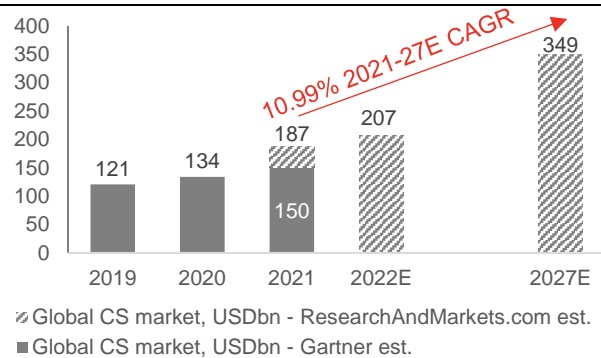


**Рис. 10: Рост ущерба от киберпреступлений (в мире, USD трлн)...**



Источнику: RiskBased Securit, Cybersecurity Ventures

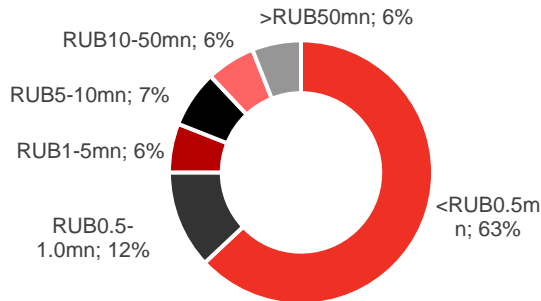
**Рис. 11: ...стимулирует мировые расходы на ИБ (USD млрд)**



Источнику: ResearchAndMarkets.com, Gartner

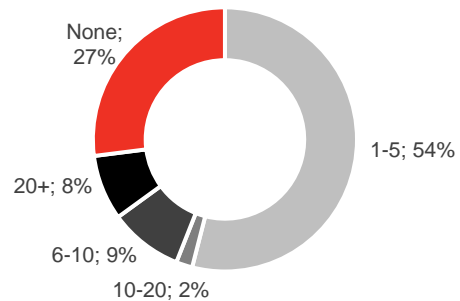
До пандемии Covid-19 российский рынок ИБ можно было охарактеризовать как рынок с недостаточным уровнем проникновения, особенно в сегменте МСБ. Согласно проведенному в середине 2018 г. опросу Anti-Malware.ru, только 12% организаций расходовало на ИБ от 10 млн и более руб. ежегодно, тогда как у 75% опрошенных компаний годовые бюджеты на эти цели не превышали 1 млн руб. Таким образом, большинство компаний выделяли бюджеты только на базовые продукты ИБ (антивирусы, сетевые брандмауэры). Кроме того, в 54% организаций команды ИБ состояли всего из 1-5 сотрудников, тогда как число компаний-респондентов, у которых не было выделенных специалистов в области ИБ, составляло весомые 27%.

**Рис. 12: Годовые бюджеты на ИБ в 2018 (% респондентов)**



Источнику: Anti-Malware.ru

**Рис. 13: Количество специалистов ИБ в организациях в 2018 (% респондентов)**



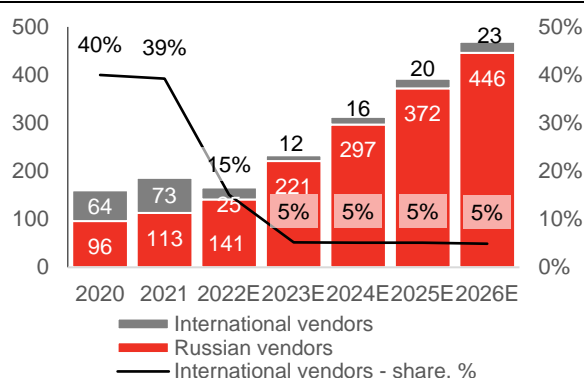
Источнику: Anti-Malware.ru

Целый ряд иностранных ИБ-вендоров покинул российский рынок, освободив нишу объемом примерно 80 млрд руб. для местных игроков. Последние несколько месяцев выявили все слабые места российской отрасли ИБ, в первую очередь высокую зависимость от иностранных разработчиков ПО и вендоров, так как рост числа кибератак совпал с уходом большого количества зарубежных компаний. Многие российские заказчики, которые использовали иностранное ПО, пострадали из-за отзыва соответствующих лицензий и прекращения техподдержки и таким образом не смогли обеспечить безопасность своих ИТ-периметров и систем на фоне резкого роста кибератак. Такие компании были вынуждены срочно перейти на российские продукты. По оценкам Positive Technologies, совокупные расходы российских клиентов на решения (включая услуги) иностранных вендоров в сегменте ИБ, ушедших с российского рынка, составляли 80 млрд руб. к концу 2021 г., или существенные 40-42% совокупных бюджетов на эти цели. Две трети высвободившейся рыночной ниши представлено ПО лицензиями, которые де факто подлежат замещению на российские аналоги.



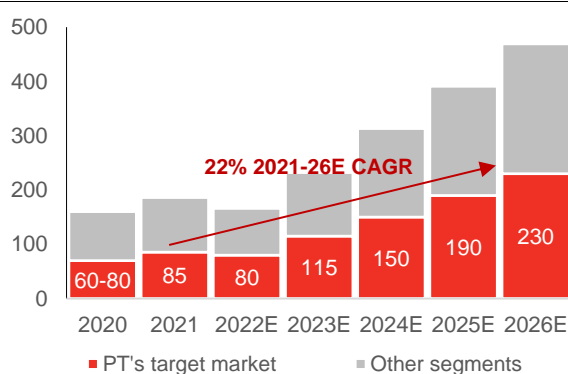
**Уверенный рост рынка примерно на 20% ежегодно; к 2026 г. общий доход российских вендоров увеличится в четыре раза.** ЦСР прогнозирует рост российского рынка ИБ на 20% в год в среднем в 2022-26 гг. до 470 млрд руб. в 2026г. Поддержку устойчивым темпам роста окажут низкий уровень проникновения ИБ в сравнении с проникновением ИТ-услуг в целом, совокупный спрос, который далек от стадии зрелости, а также законодательная база, которая стимулирует цифровизацию, безопасность критической ИТ-инфраструктуры и импортозамещение в корпоративном секторе. Что касается структуры рынка по происхождению поставщиков, ЦСР ожидает, что отечественные игроки смогут заменить иностранных поставщиков уже в 2022–2023 годах, а доля международных поставщиков не превысит 5% в долгосрочной перспективе. Это предполагает почти четырехкратный рост (32% CAGR) целевого рынка российских вендоров в течение пяти лет до 450 млрд руб. в 2026 году.

**Рис. 12: Прогноз российского рынка ИБ по происхождению вендоров, млрд руб.**



Источники: ЦСР, Альфа-Банк

**Рис. 13: Целевой рынок Positive Technologies, млрд руб.**



Источники: данные компании, Anti-Malware.ru, ЦСР, Альфа-Банк

## 5. Positive Technologies: российский визионер в сегменте кибербезопасности

**Ключевые факты о компании.** РТ (основана в 2002 г.) является одним из ведущих российских вендоров в области ИБ решений для корпоративных и государственных заказчиков. Компания ведет бизнес в следующих сегментах: 1) продажа лицензий; 2) продажа программно-аппаратных комплексов и 3) реализация услуг в области информационной безопасности. Компания монетизирует портфель из 15 продуктов, которые покрывают основные потребности безопасности корпоративных ИТ-систем, признаны мировыми исследовательскими институтами и де факто задают ориентиры в соответствующих рыночных нишах. На два ключевых продукта – *MaxPatrol 8* (контроль защищенности и соответствия стандартам) и *MaxPatrol SIEM* (управление информационной безопасностью и событиями безопасности) пришлось 55% совокупных продаж РТ в 2021 г. Компания обслуживает примерно 2 300 клиентов от крупных корпораций до предприятий МСБ со штатом сотрудников, превышающим 1 200 человек.

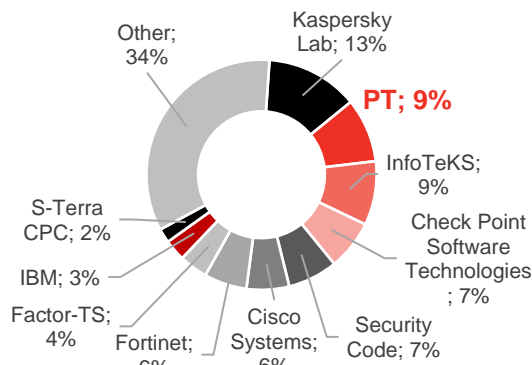
**Сильная конкурентная позиция, обусловленная непрерывной продуктовой инновацией...** По данным ЦСР, с долей рынка 9%, Positive Technologies занимала 2-е место среди ведущих поставщиков продуктов кибербезопасности в России после «Лаборатории Касперского» в 2021 году. 360<sup>0</sup> продуктовый портфель РТ составляет основу для долгосрочных отношений с клиентами, сильных позиций на рынке и перспектив роста выручки. По данным компании, топ-5 ее продуктов занимают от 20% до 70% доли в своих рыночных нишах. Ключевые планы компании связаны с ее новыми решениями — *MaxPatrol VM* (система управления уязвимостями нового поколения), *PT Network Attack Discovery*, фактически создавшей отечественный рынок решений класса Network Traffic Analysis (NTA), а также прорывным метапродуктом *MaxPatrol O2*.



...а также централизирующая роль в сообществе профессионалов ИБ позволяет постоянно обогащать экспертизу и расширять команду. В то время как наличие уникальной продуктовой экспертизы и возможность нанимать высококлассных специалистов в области ИБ являются основным требованием и барьером для выхода на рынок кибербезопасности, нахождение РТ в центре глобального технологического сообщества ИБ дает существенное преимущество перед конкурентами. Такие центральные мероприятия индустрии кибербезопасности, как «Positive Hack Days» и «The Standoff», которые проводит РТ, позволяют постоянно укреплять экспертизу и служат важным источником появления новых членов команды.

**Привлекательное сочетание быстрого роста и высокой рентабельности; дивидендные обязательства.** Выручка РТ выросла в 2,7 раза с 2018 г. (39% CAGR) в основном благодаря выручке от продажи лицензий. Вместе с тем рентабельность EBITDA выросла на 14 п.п. до 41% в 2021 г. (61% CAGR), свидетельствуя о бизнес-модели с высоким операционным рычагом. На среднесрочном горизонте РТ намерена ежегодно удваивать выручку за счет увеличения инсталляционной базы и дополнительных продаж новых продуктов клиентам (ожидается, что продажи таких продуктов как *PT ESG* и *PT SWARM* будут расти опережающими темпами - в 3-5 раз), а также повысить рентабельность до 50%. Наш прогноз предполагает среднегодовые темпы роста выручки на уровне 69% и долю на целевом рынке в размере 47% в 2026 г. (следовательно, среднесрочная цель компании в размере 50%+ выглядит для нас реалистичной). При сильных возможностях в генерации СДП (мы прогнозируем его среднегодовые темпы роста на 94%) РТ обещает выплачивать дивиденды акционерам в размере 50% годовой чистой прибыли, что предполагает прогнозный дивиденд на акцию в размере 32 руб. за 2022Г при доходности 3% к текущим рыночным ценам.

Рис. 14: Топ-10 вендоров ИБ по выручке (искл. сервисы) в 2021\*



\* Среди компаний присутствуют Cisco Systems, Fortinet и IBM, которые объявили о полном или частичном уходе с российского рынка после февраля 2022

Источник: ЦСР

Рис. 15: Доля рынка продуктов Positive Technologies на российском рынке ИБ

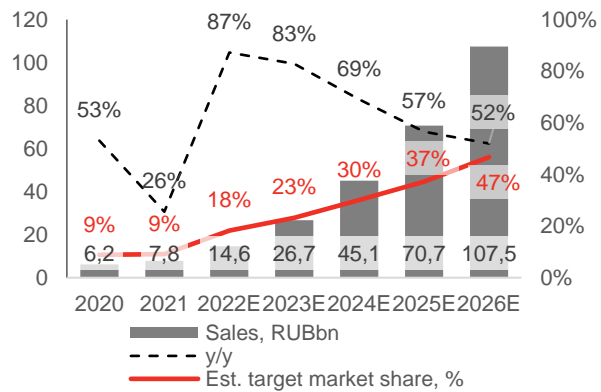
Product	Segment	Market share
MaxPatrol 8 and MaxPatrol VM	Security vulnerability management systems	60-70%
MaxPatrol SIEM	SIEM	30-40%
PT Application Firewall	Application Firewall	35-40%
PT ISIM	Fieldbus security	20-30%
PT Application Inspector	Source code scanner	10-20%

Источник: данные компании



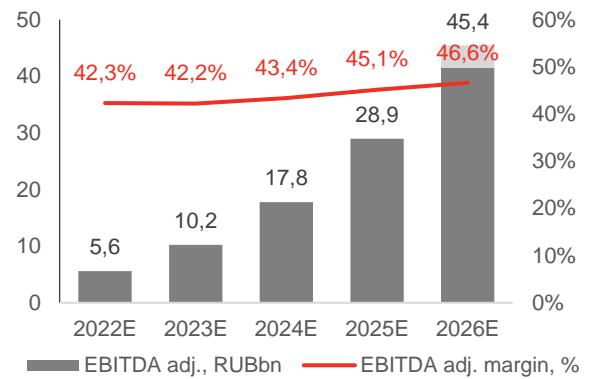


**Рис. 16: Прогноз объемов продаж РТ и доли на целевом рынке**



Источники: данные компании, ЦСР, Альфа-Банк

**Рис. 17: Прогноз EBITDA РТ**



Источники: данные компании, Альфа-Банк



## Оценка стоимости: целевая цена на уровне 1 690 руб/акцию и потенциал роста на 60% обеспечивают рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**

Мы использовали стандартный подход к оценке компании, то есть анализ методом дисконтированных денежных потоков и сравнительную оценку (на основе мультипликаторов торгующихся компаний-аналогов) для получения индикативного диапазона справедливой стоимости Positive Technologies, учитывая характеристики бизнеса и конъюнктуру рынка.

Мы оцениваем справедливую стоимость Positive Technologies в расчете на одну акцию на уровне 1 690 руб. (на основе сочетания сравнительной оценки и оценки методом ДДП) и видим 60% потенциал роста к текущей цене и потенциал роста на уровне 70% к цене DPO. Наша оценка предусматривает существенный потенциал роста POSI до 19,9-10,9x и 26,3-13,0x 2022-23 EV/EBITDA и PE, соответственно, и потенциал сужения текущего рыночного дисконта к аналогам до 17-62%.

Мы присваиваем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА** по акциям Positive Technologies.

**Рис. 18: Positive Technologies: расчет целевой цены**

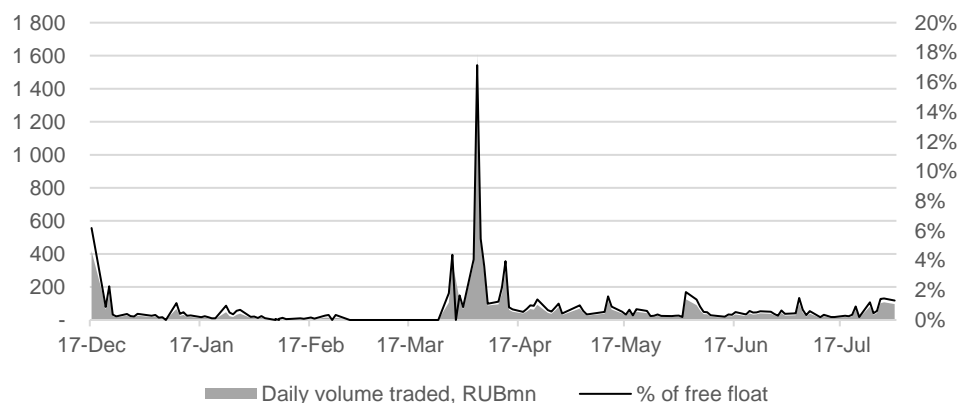
	DCF		2022-23E EV/EBITDA	
	Low end	High end	Low end	High end
EV, RUBmn	105,401	118,120	84,854	152,089
<b>Mean EV, RUBmn (DCF-based range avg.)</b>	<b>111,760</b>			
Net debt/cash, RUBmn	(101)			
<b>100% equity value, RUBmn</b>	<b>111,660</b>			
# shares, mn	66.0			
<b>Target price, RUB/share</b>	<b>1,690</b>			
Current price, RUB/share	1,058			
<b>Upside, %</b>	<b>60%</b>			

Источники: Московская биржа, Альфа-Банк

### Риски

- При доле акций в свободном обращении около 11%, текущей рыночной капитализации на уровне примерно 1.2 млрд долл. (по курсу 60,0 руб./долл.) и среднем дневном объеме торгов на уровне примерно 65 млн руб. после DPO, ограниченная ликвидность акций – главный барьер для реализации потенциала фундаментальной стоимости.
- Потенциальная невозможность обеспечить необходимый уровень найма высококлассных ИБ специалистов, учитывая что геополитическая ситуация может способствовать принятию ими решения о релокации в другие страны.
- Переход на отечественные ИТ- и ИБ-решения российскими частными и госкомпаниями более медленными, чем ожидается темпами, предполагает более слабый в сравнении с ожиданиями инкрементальный спрос на продукты РТ.
- Сильное ухудшение макроконъюнктуры может негативно повлиять на величину ИТ- и ИБ-бюджетов в корпоративном сегменте.

**Рис.19: POSI: показатели ликвидности с момента DPO**



Источники: Московская биржа, Альфа-Банк



## RATING DEFINITIONS

Alfa Bank applies a three-tier rating system for stocks under coverage. These ratings are based on the expected total stock return, which is the sum of the return to the target price and the expected dividend yield.

The ratings are:

**Overweight (O/W):** Expected total stock return > 15%

**Equal Weight (E/W):** Expected total stock return < 15% and > 0%

**Underweight (U/W):** Expected total stock return < 0%

Owing to price volatility and our policy of not changing our ratings in response to frequent, short-term misalignments with expected returns, our ratings may sometimes not conform with the ranges indicated above.

In addition to the ratings above, we may occasionally assign the following classifications to stocks covered:

**Restricted (R):** A rating, target price or financial forecasts are not disclosed owing to compliance or other regulatory considerations.

**Under Review (U/R):** In response to recent or pending news flow requiring a significant overhaul or amendment of a company's financial model, the previous rating and/or target price is temporarily not disclosed.

**Coverage in Transition (I/T)** Due to changes in the research team, the disclosure of a stock's rating and/or any other stock-specific information is temporarily suspended. The stock stays in Alfa Bank's coverage universe and usual disclosures will be resumed in due course.

**Not Rated (N/R)** The stock is not in Alfa Bank's coverage universe at the time the research product referring to it is published.

### Target Prices

The Target Price reflects the research analyst's informed opinion on the price which is likely to be attained by the stock within 12 months, subsequent to the date of the Target Price determination.

This document is driven by news events.