

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

ГРУППА ПОЗИТИВ

Скромнее по мотивации, смелее по глобальным амбициям

Мы повышаем целевую цену акций Positive Technologies с 2 750 руб./акц. до 3 500 руб./акц. и подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ». Повышение целевой цены в первую очередь связано с уточненными параметрами программы мотивации, которые подразумевают менее значительные объемы допэмиссии по сравнению с начальным вариантом. Мы прогнозируем среднегодовой темп роста выручки и EBITDA до 2028 г. на уровне 50%, а свободного денежного потока – на уровне 100%. При этом в случае реализации глобальных амбиций мы видим дополнительный потенциал.

NGFW на низком старте

На 2024 г. Positive Technologies ожидает отгрузок в диапазоне 40–50 млрд руб. Одним из основных драйверов финансовых показателей в 2024 г. и в среднесрочной перспективе должен стать коммерческий запуск нового продукта Next Generation Firewall (NGFW). По заявлению компании, воронка продаж NGFW к настоящему моменту составляет 10 млрд руб., и вклад нового продукта в выручку, по нашим оценкам, превысит 10% уже в 2024 г. Мы ожидаем, что среднегодовой темп роста выручки и EBITDA до 2028 г. составит около 50%, а свободного денежного потока – почти 100% в результате снижения интенсивности капложений по мере достижения ключевыми продуктами стадии зрелости.

Глобальные амбиции становятся более смелыми

В ходе Дня инвестора, посвященного результатам 2023 г., генеральный директор Positive Technologies Д. Баранов говорил о концептуальном видении компании как глобального лидера индустрии кибербезопасности в обозримом будущем с основной долей продаж на международных рынках. Нынешняя риторика руководства принципиально отличается от осторожной позиции, которой компания придерживалась вплоть до конца прошлого года. Было отмечено, что за период с 2022 г. накоплена уникальная экспертиза противостояния киберугрозам, и в качестве ключевых Positive Technologies рассматривает развивающиеся рынки Ближнего Востока и Северной Африки, Латинской Америки и Юго-Восточной Азии. Есть вероятность, что первые международные коммерческие контракты начнут заключаться уже в 2024 г., однако на данном этапе мы не включаем возможный выход на глобальные рынки в параметры модели оценки, и любой успех на международном направлении будет рассматриваться в качестве дополнительного потенциала роста стоимости акций Positive Technologies.

Программа мотивации: шаг навстречу инвесторам

Positive Technologies после первичной негативной реакции рынка и инвестиционного сообщества на предложенную программу мотивации объявила уточненный вариант программы: верхняя граница потенциального ежегодного объема допэмиссий снижена с 25% до 15% капитала. Так, в 2024 г. она составит 7,9%, состоится в 2П24 и будет растянута во времени, чтобы сгладить давление на котировки.

Щедрые дивиденды с дополнительным потенциалом в 2024 г.

Акционеры Positive Technologies одобрили первый транш дивидендов в размере 47,3 руб./акц., закрытие реестра по которому состоится 20 апреля 2024 г. Был также предложен второй транш в размере 51,89 руб./акц., закрытие реестра по которому ожидается в конце мая – начале июня 2024 г. Таким образом, совокупный дивиденд в 1П24 может составить 99,19 руб./акц., что соответствует 3,5% доходности. Такой размер дивиденда подразумевает коэффициент выплат 75% от NIS, и если компания, как и в прошлом году, примет решение выплатить 100% NIS, совокупный дивиденд составит около 130 руб./акц. (доходность 4,6%).

Сергей Либин

Sergey.Libin@gazprombank.ru

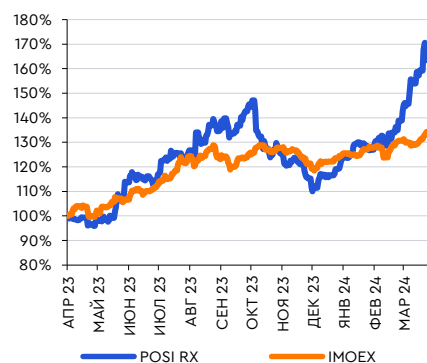
Георгий Соловьев

Georgiy.A.Solovjev@gazprombank.ru

ПОЗИТИВ	
Целевая цена, руб.	3 500
Текущая цена, руб.	2 836
Потенциал роста	23%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млрд руб.	185
Чист. долг и проч., млрд руб.	4
EV, млрд руб.	189
Макс. за 52 нед., руб.	2 987
Мин. за 52 нед., руб.	1 594

Источник: открытые источники

Динамика котировок акций Группы Позитив и индекса Мосбиржи



Источник: открытые источники

ОБНОВЛЕНИЕ ПРОГНОЗОВ

Фундаментальные изменения

Мы пересмотрели прогнозы финансовых показателей с учетом результатов за 2023 г. и ожиданий руководства компании на 2024–2025 гг. Наш прогноз по отгрузкам соответствует среднему значению собственного прогноза компании на 2024 г. и близок к нижней границе на 2025 г., что, на наш взгляд, является консервативным и предполагает возможность увеличения. Мы также повысили оценку капитальных вложений с учетом планов по выходу на международные рынки, которые потребуют дополнительных расходов на исследования и разработки. При этом снижение прогнозов по фундаментальным показателям компенсируется более низким ожидаемым количеством акций в обращении. В результате прогнозные показатели из расчета на 1 акцию, в частности дивиденд на акцию, выше, чем в предыдущей модели.

Изменения прогнозов основных финансовых показателей

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
Отгрузки	47 297	77 283	113 150	45 087	71 963	102 144	-5%	-7%	-10%
Выручка	44 014	71 199	103 200	39 229	62 614	88 874	-11%	-12%	-14%
ЕБИТДА	21 190	34 387	49 981	19 736	31 720	45 311	-7%	-8%	-9%
Рентабельность по ЕБИТДА	48,1%	48,3%	48,4%	50,3%	50,7%	51,0%	2,2 п.п.	2,4 п.п.	2,6 п.п.
Чистая прибыль	18 674	30 407	44 282	17 576	28 292	40 544	-6%	-7%	-8%
Свободный денежный поток	10 302	19 041	30 230	5 604	12 814	23 732	-46%	-33%	-21%
ЕБИТДАС	17 308	28 735	42 608	14 891	24 761	36 420	-14%	-14%	-15%
НИС	15 900	26 323	39 128	13 774	22 870	33 881	-13%	-13%	-13%
Дивиденд на акцию	89	145	228	99	145	229	11%	0%	1%

Источник: оценки Газпромбанка

ОЦЕНКА

Расчет параметров модели дисконтирования

	ЗНАЧЕНИЕ	КОММЕНТАРИЙ
Безрисковая ставка	13,5%	Доходность 10-летних ОФЗ.
Премия за рыночный риск	6,8%	Усредненное значение дифференциала индексов полной доходности акций и облигаций Московской биржи.
Beta	1,2	Усредненный эмпирический коэффициент Beta по отраслям информационных и компьютерных сервисов и разработки ПО.
Ставка дисконтирования	22,5%	
Постпрогнозный темп роста	4,0%	Базовый уровень = 4%.

Источник: оценки Газпромбанка

Дисконтирование денежных потоков

Модель ДДП, руб. на акцию

	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Акции в обращении, млн	71	75	79	82	87
ЕБИТДА	277	424	577	736	908
(-) Налог	-2	-4	-5	-7	-8
(+/-) Изменение оборотного капитала	-102	-117	-108	-100	-96
(-) Инвестиции	-79	-109	-132	-151	-167
(-) Лизинг, проценты	-6	-7	-8	-8	-9
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	87	188	323	470	628
ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК		188	264	313	341

Источник: оценки Газпромбанка

Оценка справедливой стоимости, руб. на акцию

Приведенная стоимость денежных потоков	1 112
+ Стоимость переходного периода	1 294
+ Стоимость терминального периода	996
Целевая цена	3 500
Текущая цена	2 836
Потенциал роста/(падения)	23%

Источник: оценки Газпромбанка

Исторические и прогнозные финансовые результаты

	22	23	24П	25П	26П	27П	28П	СГТР 23-28П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ И УБЫТКАХ								
ВЫРУЧКА	13 775	22 213	39 229	62 614	88 874	118 252	152 506	47%
Себестоимость	-1 302	-1 459	-2 365	-3 663	-5 265	-7 162	-9 401	
Исследования и разработки	-1 324	-2 309	-4 005	-6 374	-8 976	-11 842	-15 158	
Коммерческие расходы	-3 119	-5 984	-10 379	-16 515	-23 259	-30 685	-39 277	
Административные расходы	-1 742	-2 596	-4 502	-7 164	-10 089	-13 310	-17 037	
Прочие доходы/(расходы)	-187	-42	-73	-116	-163	-215	-275	
Операционная прибыль	6 101	9 823	17 905	28 784	41 122	55 038	71 358	49%
Финансовые доходы/(расходы) и прочие	-11	69	-99	-194	-129	2	140	
Прибыль до налогообложения	6 091	9 891	17 806	28 589	40 993	55 039	71 498	49%
Налог на прибыль	-3	-195	-178	-286	-410	-550	-715	
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	6 088	9 696	17 628	28 303	40 583	54 489	70 783	49%
ЕБИТДА	6 824	10 896	19 736	31 720	45 311	60 640	78 618	48%
Рентабельность	49,5%	49,1%	50,3%	50,7%	51,0%	51,3%	51,6%	
ЕБИТДАС	5 206	8 920	14 891	24 761	36 420	49 993	66 261	49%
NIC	4 963	8 740	13 826	22 882	33 920	46 937	62 550	48%
БАЛАНС								
Внеоборотные активы	6 311	9 591	13 793	20 549	28 850	38 212	48 339	38%
Дебиторская задолженность	6 927	16 969	28 470	43 170	58 211	73 581	90 150	
Прочие оборотные активы	182	121	213	340	483	642	829	
Денежные средства и эквиваленты	4 122	1 684	467	2 417	8 308	18 828	34 743	
Оборотные активы	11 231	18 774	29 151	45 927	67 002	93 051	125 722	46%
АКТИВЫ	17 542	28 364	42 944	66 477	95 853	131 263	174 061	44%
Акционерный капитал и резервы	33	33	33	33	33	33	33	
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	8 265	13 167	23 427	40 850	63 546	91 633	125 972	
КАПИТАЛ	8 298	13 200	23 460	40 883	63 579	91 666	126 005	57%
Долгосрочные обязательства	3 341	6 428	6 428	6 428	6 428	6 428	6 428	0%
Контрактные обязательства	1 858	1 284	2 219	3 541	4 986	6 571	8 402	
Кредиторская задолженность	2 087	4 643	8 024	12 807	18 035	23 767	30 387	
Прочие краткосрочные обязательства	1 958	2 809	2 813	2 819	2 825	2 832	2 839	
Краткосрочные обязательства	5 903	8 736	13 056	19 166	25 846	33 169	41 628	37%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	9 244	15 164	19 484	25 594	32 274	39 597	48 056	26%
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	17 542	28 364	42 944	66 477	95 853	131 263	174 061	44%
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДС								
Прибыль до налогообложения	6 091	9 891	17 806	28 589	40 993	55 039	71 498	
Износ и амортизация	735	1 031	1 518	2 219	3 236	4 550	6 142	
Прочие неденежные корректировки	107	-101	99	194	129	-2	-140	
Изменение оборотного капитала	-2 541	-5 221	-7 278	-8 722	-8 511	-8 213	-8 304	
Сальдо процентных и налоговых доходов/(расходов)	-141	-140	-277	-480	-539	-549	-575	
Операционный денежный поток	4 250	5 460	11 868	21 801	35 308	50 826	68 621	66%
Приобретение ОС и НМА	-444	-687	-1 465	-2 154	-2 824	-3 477	-4 160	
Создание НМА	-1 431	-2 874	-4 748	-6 820	-8 713	-10 434	-12 110	
Прочая инвестиционная деятельность	0	0	0	0	0	0	0	
Инвестиционный денежный поток	-1 875	-3 561	-6 213	-8 975	-11 537	-13 911	-16 270	36%
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	2 376	1 899	5 655	12 826	23 771	36 915	52 351	94%
Дивиденды	-1 291	-4 792	-6 555	-10 369	-17 161	-25 440	-35 203	
Финансовый денежный поток	984	-4 336	-6 872	-10 875	-17 880	-26 396	-36 436	
Чистый денежный поток	3 359	-2 437	-1 217	1 950	5 891	10 519	15 915	
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	765	4 122	1 684	467	2 417	8 308	18 828	
Денежные средства и эквиваленты на конец периода	4 122	1 684	467	2 417	8 308	18 828	34 743	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2024. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, но была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафными убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.