

### В НУЖНОЕ ВРЕМЯ В НУЖНОМ МЕСТЕ

Анализ Positive Technologies (ПАО «Группа Позитив»), ведущего игрока на быстрорастущем рынке услуг и решений в области кибербезопасности и одного из основных бенефициаров масштабной трансформации этого рынка, начинаем с рейтинга «Покупать». Акции компании — фактически единственная возможность инвестировать в этот сектор на фондовом рынке РФ. Рост бизнеса предопределяется усиливающейся заинтересованностью российских компаний в защите своей инфраструктуры, увеличением рыночной доли отечественных вендоров, как и необходимостью перехода на отечественные же решения. В результате оценки по модели DCF мы получили целевую цену в 2800 руб. за акцию, что предполагает 28%-ную доходность до конца года.

**Катализаторы:** рост рынка в целом и доли отечественных вендоров на нем; регуляторные требования; государственная поддержка.

**Риски:** усиление конкуренции; макроэкономические факторы.

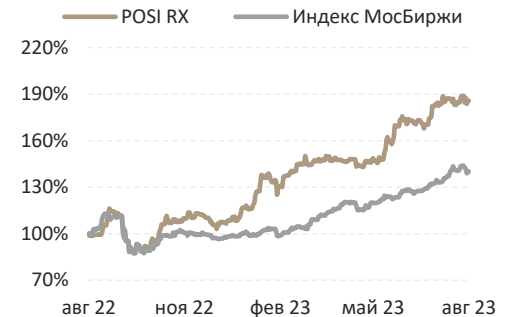
**Рынок с хорошими перспективами долгосрочного роста.** Центр стратегических разработок (ЦСР) оценивает среднегодовой темп роста рынка решений и услуг в области кибербезопасности (CAGR 2024–2027) в 24%, а его емкость в конце периода — в 559 млрд руб. Основными катализаторами станут нарастающее число атак и заинтересованность корпоративных и государственных клиентов в обеспечении защиты информации и цифровой инфраструктуры. Кроме того, государство теперь требует использовать отечественные решения для объектов критической информационной инфраструктуры и ужесточает требования к информационной безопасности, что вкупе с уходом глобальных вендоров увеличит спрос на решения и услуги российских поставщиков.

**Ключевой игрок рынка, предлагающий широкий спектр решений и услуг.** По итогам прошлого года компания заняла второе место по выручке на рынке средств защиты информации, а также вошла в число пяти крупнейших поставщиков услуг в области защиты информации. Positive Technologies уже сегодня предлагает около 20 продуктов и разрабатывает перспективный межсетевой экран нового поколения (NGFW), коммерческий запуск которого должен состояться в 2024 г.

**Компания демонстрирует впечатляющий рост бизнеса, сочетая его с высокой рентабельностью.** В частности, в 2022 г. показатель «Отгрузки» вырос на 88% г/г, достигнув 14,5 млрд руб. Выручка увеличилась на 95% до 13,8 млрд руб. По итогам 1П23 отгрузки выросли на 43% г/г до 4,6 млрд руб., при этом в 2К23 темп роста составил 71% г/г. Бизнес характеризуется сезонностью, в результате чего основные доходы формируются во втором полугодии и четвертом квартале. Рентабельность по скорректированной EBITDA в 2022 г. находилась на уровне 50%. Отмечаем также хорошие балансовые показатели: на конец 2022 г. отношение чистого долга к EBITDA составляло около 0,1.

**Перспективы роста еще не полностью учтены в цене.** На основе DCF-модели, где используем WACC в 16%, мы получили целевую цену на конец этого года в 2800 руб. за акцию. При текущих ценовых уровнях это предполагает доходность до конца 2023 г. в 28%, даже после сильного роста бумаги в течение года. Таким образом, мы начинаем анализ Positive Technologies с рейтинга «Покупать». Акции компании сейчас торгуются с коэффициентами P/S 2024П в 4,2 и EV/EBITDA 2024П в 9,2, что представляется оправданными значениями, если учесть впечатляющие темпы роста бизнеса.

### ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИЙ КОМПАНИИ ПРОТИВ ИНДЕКСА



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

Тикер	POSI RX
ISIN	RU000A103X66
<b>Рейтинг</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
Рыночная капитализация, млрд руб.	145
Последняя цена, руб/акцию	2190
<b>Целевая цена, руб/акцию</b>	<b>2800</b>
Ожидаемая доходность на горизонте до конца года	28%
Степень риска	●●●●○

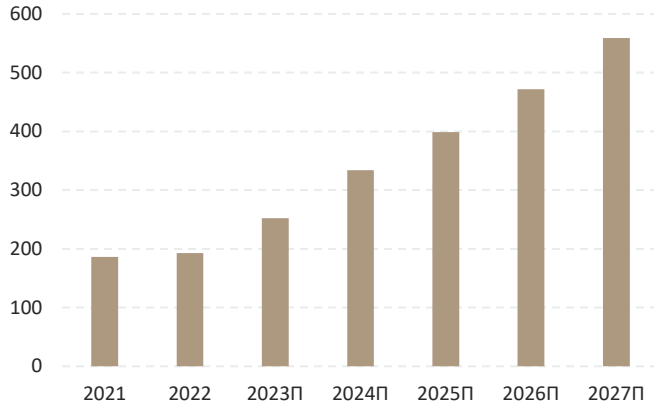
### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И КОЭФФИЦИЕНТЫ

млрд руб.	2022	2023П	2024П	2025П
EV/EBITDA	21,4	12,6	9,2	7,0
P/E	23,7	14,6	10,6	7,9
Отгрузки	14,5	25,1	34,5	46,1
Выручка	13,8	23,9	33,0	44,0
EBITDA	6,8	11,5	15,7	20,8
Чистая прибыль	6,1	9,9	13,6	18,2
FCF	2,4	4,0	7,3	10,1
Чистый долг	0,7	0,5	4,8	11,3
ЧД/EBITDA	0,1	0,0	0,3	0,5
Рост отгрузок	88%	73%	38%	33%
Рентабельность по EBITDA	47%	46%	46%	45%

Источники: данные компании, ИБ Синара

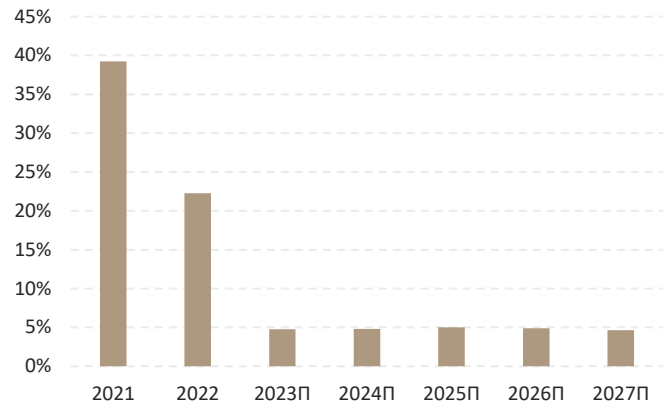
**Константин Белов**  
Старший аналитик

**ЕМКОСТЬ РОССИЙСКОГО РЫНКА КИБЕРБЕЗОПАСНОСТИ, МЛРД РУБ.**



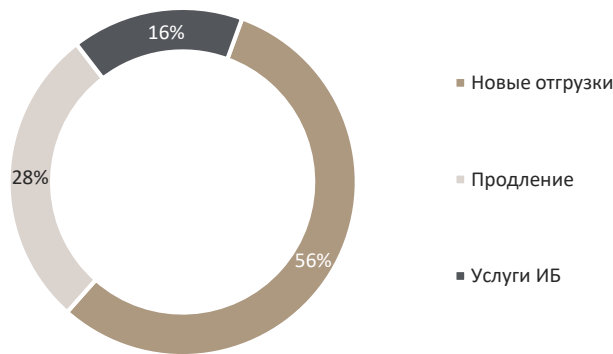
Источник: ЦСР

**ДОЛЯ ЗАРУБЕЖНЫХ ВЕНДОРОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ КИБЕРБЕЗОПАСНОСТИ**



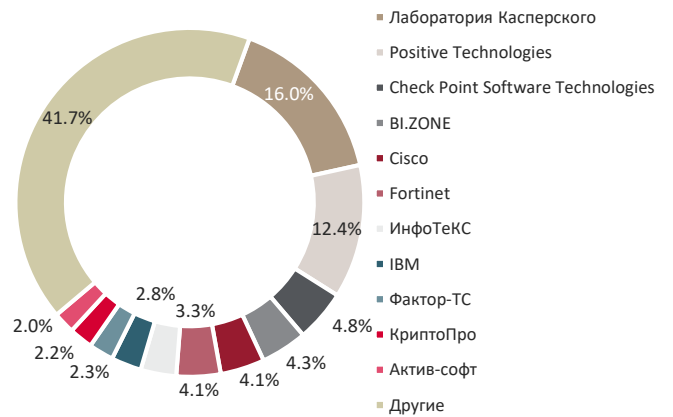
Источник: ЦСР

**СТРУКТУРА ОТГРУЗОК POSITIVE TECHNOLOGIES В 2К23 ПО ТИПАМ**



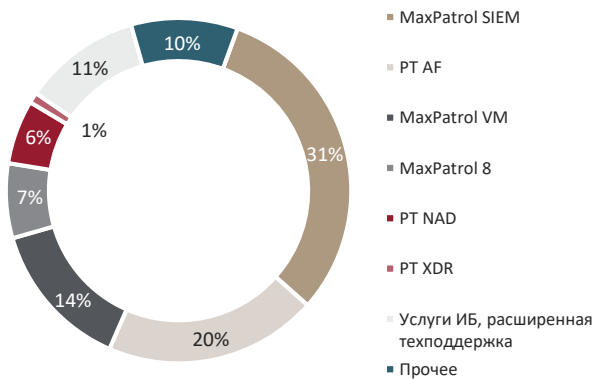
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ДОЛИ ВЕНДОРОВ НА РЫНКЕ СЗИ В 2022 Г.**



Источник: ЦСР

**СТРУКТУРА ОТГРУЗОК POSITIVE TECHNOLOGIES В 1П23 ПО ПРОДУКТАМ**



Источник: данные компании

**СТРУКТУРА ОТГРУЗОК POSITIVE TECHNOLOGIES В 2022 Г. ПО СЕГМЕНТАМ**



Источник: данные компании

## ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

### Редкая возможность инвестировать в сектор

Акции Positive Technologies открывают для участников фондового рынка фактически единственную возможность инвестировать в перспективный и быстрорастущий сектор кибербезопасности. На этом рынке еще представлен Ростелеком, но доходы от кибербезопасности представляют незначительную часть его бизнеса, а специализированная дочерняя компания «Ростелеком-Солар» не является публичной.

Распространение цифровых технологий и рост количества успешных кибератак создают спрос на решения в области кибербезопасности. По данным самой Positive Technologies, в 2022 г. число успешных кибератак (инцидентов) в России выросло на 21%, при этом о значительной части таких атак пользователи даже не знают. Выросла доля инцидентов, затронувших веб-ресурсы организаций, — с 17% в 2021 г. до 22% в 2022 г. Количество успешных атак, проведенных на сайты госучреждений, увеличилось более чем вдвое. Растет также количество утечек конфиденциальной информации: успешными оказались 47% и 64% атак на организации и частных лиц соответственно.

### Один из ведущих игроков на рынке

Positive Technologies — один из крупнейших участников рынка кибербезопасности. По итогам 2022 г. компания заняла вторую строчку по выручке от реализации средств защиты информации (СЗИ) и пятую — на рынке услуг и решений кибербезопасности. Масштабные изменения на рынке вследствие бурного роста количества кибератак и ухода большинства ведущих зарубежных вендоров открыли возможности для расширения бизнеса компании и запуска новых продуктов и решений на среднесрочную перспективу.

Компания предлагает своим клиентам широкую линейку из около 20 основных продуктов и решений в области защиты информации, которые можно использовать как по отдельности, так и в совокупности на единой платформе. Клиентами стали уже более 3300 организаций.

В 2022 г. продукты MaxPatrol 8 и MaxPatrol VM позволили Positive Technologies завоевать 60–70% рынка систем управления уязвимостями, а MaxPatrol SIEM — 30–40% в сегменте управления информационной безопасностью и событиями безопасности (SIEM). В сегменте межсетевых экранов уровня веб-приложений продукт PT Application Firewall получил долю рынка в 35–40%. Другие продукты компании занимали 20–30% в сегменте безопасности промышленных сетей (PT ISIM) и 10–20% — в сегменте сканеров исходного кода (PT Application Inspector).

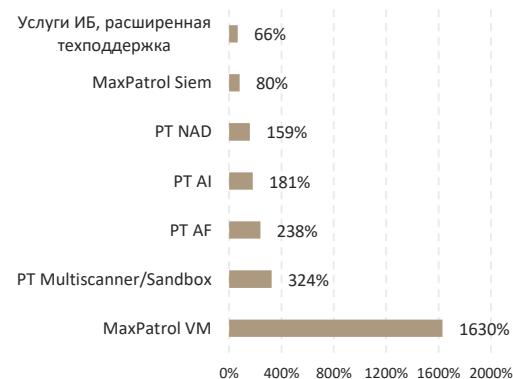
На долю продуктов и решений в прошлом году пришлось 90% всех отгрузок компании, на долю услуг — 9%, а на поставки оборудования — 1%. Наиболее значительную долю в отгрузках (29%) занимали продукты семейства MaxPatrol SIEM, за которыми следовали MaxPatrol 8 (13%), PT AF и Max Patrol VM (по 9%) и PT NAD (8%).

Одно из важных направлений работы — проект межсетевого экрана нового поколения (NGFW), стартовавший в 2022 г. в связи с уходом с рынка ведущих поставщиков таких решений (Palo Alto и Fortinet) и отсутствием отечественных аналогов. Компания планирует инвестировать в его создание до 750 млн руб. и осуществить коммерческий запуск в конце 2024 г.

На конец прошлого года штат Positive Technologies насчитывал 1562 сотрудника, увеличившись за год примерно на 400 человек. Отметим, что компании удалось привлечь часть высококвалифицированных специалистов, ранее работавших в ведущих зарубежных компаниях, которые покинули российский рынок.

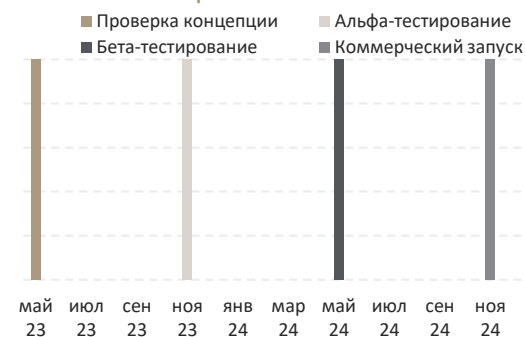
В стратегическом плане Positive Technologies рассматривает возможность экспансии на зарубежные рынки, где российские решения могут стать привлекательной альтернативой продуктам традиционных игроков. Основными направлениями такой экспансии могут стать рынки «дружественных» стран Азии, Латинской Америки и Африки, а также Ближнего и Среднего Востока.

## РОСТ ОТГРУЗКИ ПО ПРОДУКТАМ В 2022 Г.



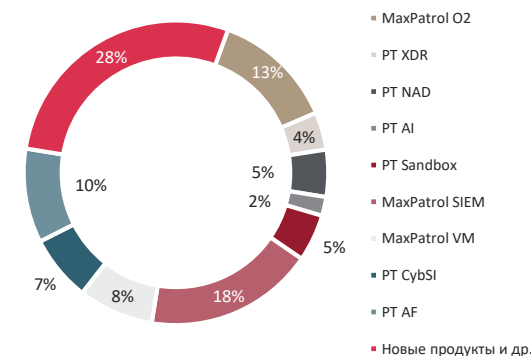
Источник: данные компании

## СРОКИ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТА NGFW



Источник: данные компании

## СТРУКТУРА РАСХОДОВ НА ИССЛЕДОВАНИЯ И РАЗРАБОТКИ В 1П23 ПО ПРОДУКТАМ



Источники: данные компании, ИБ Синара

### Меры господдержки

Поддержка, которую отечественные разработчики, занимающиеся решениями в области информационной безопасности, получают от государства, дает им дополнительные преимущества. В 2022 г. были приняты несколько программ, стимулирующих развитие этого направления. В частности, 31 марта 2022 г. организациям, обеспечивающим функционирование объектов критической информационной инфраструктуры, запретили закупать иностранное ПО. Более того, с 1 января 2025 г. на этих объектах вообще запрещается использовать СЗИ, разработанные компаниями недружественных стран. Обсуждается также введение оборотных штрафов для предприятий за инциденты, связанные с утечками персональных данных. Компании, которые работают в сфере кибербезопасности, подпадают под меры поддержки ИТ-отрасли в целом (налоговые льготы, кредитование на выгодных условиях, льготная ипотека и отсрочка от призыва на военную службу для сотрудников и т. д.).

### Редкое сочетание быстрого роста бизнеса с выплатой дивидендов

Хотя Positive Technologies относится к числу быстрорастущих компаний и активно инвестирует в развитие, она уже пишет свою «дивидендную историю». Так, по итогам 2022 г. она двумя траншами выплатила дивиденды, 18,94 руб. и 37,87 руб. на акцию, что суммарно предполагало доходность около 3,5%. Всего акционеры получили 3,75 млрд руб., что фактически соответствует коэффициенту выплаты на уровне 63%. Компания может направлять на дивидендные выплаты до 100% свободного денежного потока, но не более 100% чистой прибыли при соблюдении условия, что отношение чистого долга к скорректированному показателю EBITDA находится ниже 1,5.

### Состав акционеров

На данный момент доля акций в свободном обращении — 17,2%. На основателей приходится 67,3%, а еще 15,5% владеют топ-менеджеры. Число акционеров превысило 180 тысяч. Всего в обращении находятся 66 млн акций одного класса, после того как в 2022 г. все привилегированные акции были конвертированы в обыкновенные.

### Факторы риска

На стороне рисков мы бы в первую очередь выделили факторы, связанные со способностью Positive Technologies сохранить рыночную долю в условиях усиливающейся конкуренции со стороны других отечественных игроков.

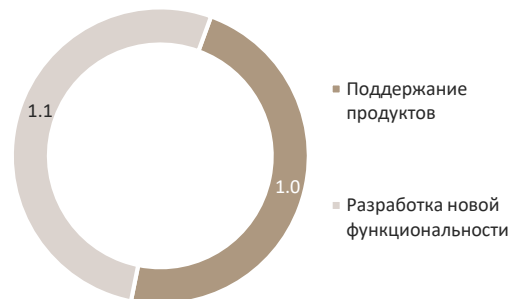
В то же время мы не считаем потенциальное возвращение ведущих глобальных вендоров на российский рынок значимым фактором риска для компании. Даже если теоретически такая ситуация станет возможной, таким игрокам будет сложно вернуть доверие клиентов, многие из которых инвестируют большие средства и прикладывают значительные усилия для внедрения отечественных решений в области кибербезопасности. Некоторый риск может представлять появление конкурентов из так называемых дружественных стран, таких как Индия или Китай, но в целом мы считаем такую угрозу несущественной, учитывая квалификацию отечественных вендоров и качество решений и услуг, их соответствие условиям местного рынка.

Positive Technologies включена в американский санкционный список, но сейчас это сильно не влияет на ее деятельность. Этот фактор, впрочем, может негативно отразиться на перспективах зарубежной экспансии.

Ситуация на рынке труда в сфере информационных технологий указывает на некоторые риски, связанные с дефицитом ИТ-специалистов и ростом расходов на оплату труда. Вместе с тем влияние этих факторов пока что было ограниченным. Более того, Positive Technologies получила возможность привлекать специалистов, работавших в ведущих зарубежных компаниях, которые ушли с российского рынка.

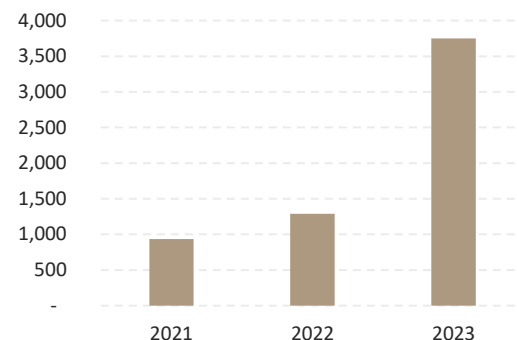
Риски, связанные с недоступностью аппаратного обеспечения, мы не считаем критическими: это решаемые вопросы.

### СТРУКТУРА РАСХОДОВ НА ИССЛЕДОВАНИЯ И РАЗРАБОТКИ В 1П23, МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

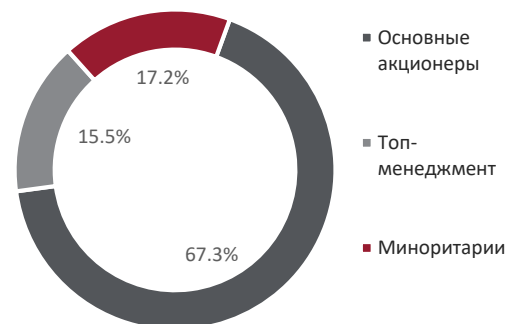
### ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ\*, МЛРД РУБ.



\* В течение календарного года.

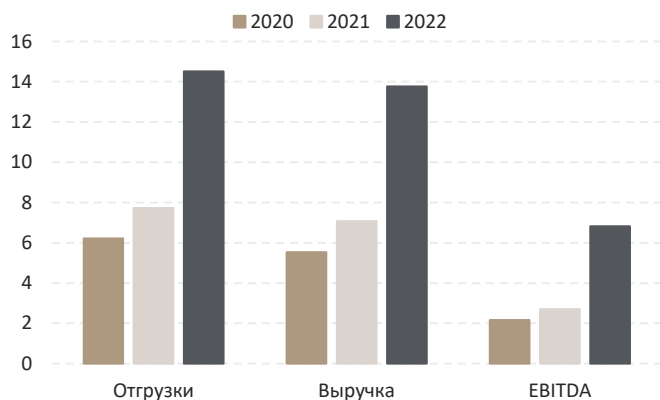
Источники: данные компании, оценки ИБ Синара

### СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА



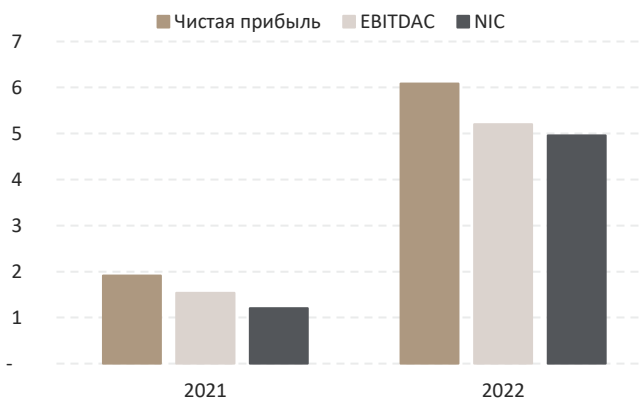
Источники: данные компании, ИБ Синара

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, МЛРД РУБ.**



Источник: данные компании

**ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛЬНОСТИ, МЛРД РУБ.**



Источник: данные компании

**ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ**

*Быстрый рост бизнеса*

Positive Technologies оперирует показателем «Отгрузки», определяемым как валовый объем законтрактованных поставок лицензий, оборудования, товаров и услуг в адрес дистрибьютора или конечного покупателя за отчетный период, включая НДС. В 2022 г. данный показатель вырос на 88% г/г до 14,5 млрд руб., выручка — на 95% до 13,8 млрд руб. В этом году компания ставит целью удвоить отгрузки и достичь 25–30 млрд руб. По итогам 1П23 отгрузки увеличились на 43% г/г до 4,6 млрд руб., при этом в 2К23 рост составил 71% г/г (отметим, что бизнес отличается высокой сезонностью). В структуре отгрузок в 2К23 на новые лицензии пришлось 56%, тогда как на продление лицензий — 28%, а на услуги и прочие решения — 15%. Прогнозируем, что по итогам года компания покажет рост отгрузок и выручки на 74% до 25 млрд руб. и 24 млрд руб. соответственно. В 2024–2027 гг. ожидаем среднегодовой темп роста (CAGR) выручки и отгрузок на уровне 33%, до 79 млрд руб. и 75 млрд руб.

*Расходы и рентабельность*

Бизнес Positive Technologies можно отнести к высокомаржинальным, несмотря на хорошие темпа роста. В прошлом году операционные расходы, куда в первую очередь входят затраты на маркетинг, расходы на исследования и разработки, а также общехозяйственные расходы, составили 6,4 млрд руб. В структуре себестоимости основная часть пришлась на амортизацию нематериальных активов и расходы, связанные с персоналом. Расходы на исследования и разработки в 2022 г. составили 2,8 млрд руб., из которых 1,2 млрд руб. пришлось на разработку новой функциональности продуктов и 1,6 млрд руб. — на поддержание существующих продуктов. По итогам 1П23 расходы данного вида достигли 2,1 млрд руб. (1,1 млрд руб. и 1,0 млрд руб. соответственно на новую функциональность и на поддержание существующих продуктов).

Скорректированный показатель EBITDA в 2022 г. вырос в 2,5 раза в сравнении с 2021 г. и достиг 6,8 млрд руб., EBITDAC (EBITDA без учета капитализируемых расходов) — на 239% г/г до 5,2 млрд руб., при этом рентабельность по скорректированному показателю EBITDA составила 50%, увеличившись на 12 п. п., а рентабельность по EBITDAC от отгрузок — 37%.

Мы прогнозируем, что по итогам текущего года EBITDA составит 11,5 млрд руб., а рентабельность по скорректированной EBITDA в среднем за период 2024–2027 гг. — 47,5%. Таким образом, мы предполагаем, что Positive Technologies может в среднесрочной перспективе достигать высокой нормы прибыли даже с учетом достаточно больших расходов на разработку.

### Долговая нагрузка на минимальном уровне

Баланс Positive Technologies выглядит достаточно сильным. Так, на конец 2022 г. чистый долг составлял 675 млн руб. или около 0,1 по отношению к EBITDA за предшествующие 12 месяцев. По итогам 1П23 этот показатель увеличился до 0,4, что в первую очередь отражает высокую сезонность бизнеса, следствие которой — высокая волатильность рабочего капитала и приходящийся на конец первого полугодия пик долговой нагрузки. Соответственно, можно прогнозировать, что отношение чистого долга к EBITDA по итогам 2023 г. останется приблизительно на уровне конца 2022 г.

### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Применение мультипликаторов к компаниям с такими темпами роста, как у Positive Technologies, может быть непоказательно, поэтому мы используем для оценки модель DCF с WACC в 16%, терминальной инфляцией в 4% и терминальным реальным темпом роста в 4%. Справедливую стоимость компании мы оцениваем в 184 млрд руб., из которых 71% приходится на терминальный период, целевую цену на конец 2023 г. — в 2800 руб/акцию, что при текущих ценовых уровнях предполагает доходность до конца года в 28%, несмотря на сильную динамику в последние месяцы. Соответственно, мы начинаем анализ акций Positive Technologies с рейтинга «Покупать». Отметим, что бумаги компании сейчас торгуются по высоким мультипликаторам P/S 2024П в 4,2 и EV/EBITDA 2024П в 9,2 — на наш взгляд, это оправдано в свете впечатляющих перспектив роста.

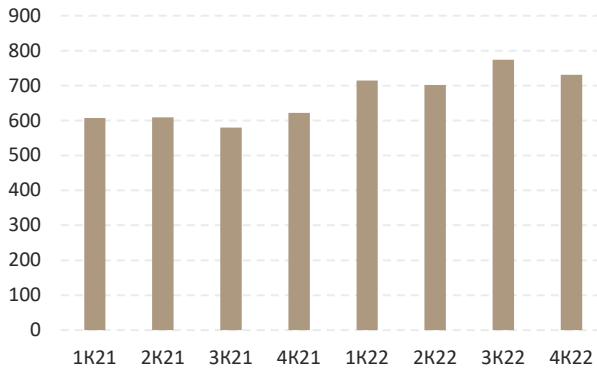
**Справедливую стоимость мы оцениваем в 184 млрд руб., из которых 71% приходится на терминальный период, целевую цену на конец 2023 г. — в 2800 руб/акцию, что предполагает доходность до конца года в 28%**

#### POSITIVE TECHNOLOGIES: ОЦЕНКА ПО МОДЕЛИ DCF

млн руб.	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕВИТ	14 072	18 793	25 369	32 589	41 064	51 272	64 203
ЕВИТ после уплаты всех налогов	11 258	15 035	20 295	26 071	32 851	41 017	51 362
(+) Износ и амортизация	1 654	2 056	2 490	3 011	3 502	4 059	4 446
(-) Изменение в оборотном капитале	- 1 809	- 2 210	- 2 946	- 3 271	- 3 837	- 4 605	- 5 817
(-) Капзатраты	- 6 231	- 8 010	- 9 983	- 12 011	- 13 947	- 15 535	- 18 654
FCFF	4 872	6 871	9 856	13 800	18 569	24 936	31 337
Дисконтированный FCFF	4 201	5 110	6 321	7 632	8 856	10 256	11 115
Сумма дисконтированных FCFF	53 490						
Стоимость в постпрогнозный период	425 175				«Бета» с учетом заемных средств	1,1	
Справедливая стоимость компании	183 538				WACC	16%	
Справедливая рыночная капитализация	183 068				Рост в постпрогнозный период	8%	
Целевая цена на горизонте до конца года, руб/акцию	2 800						
Ожидаемая доходность на горизонте до конца года	28%						

Источник: ИБ Синара

**КОЛИЧЕСТВО ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ КИБЕРАТАК**



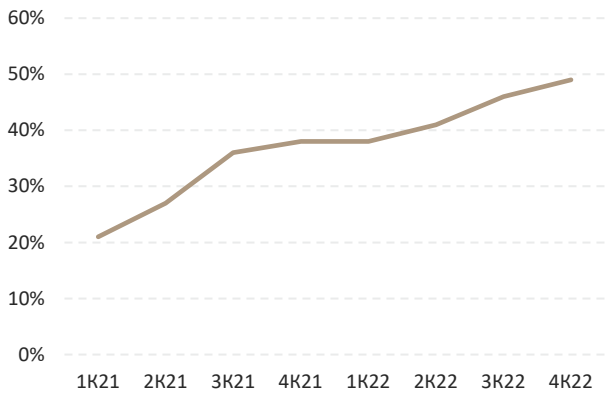
Источник: данные компании

**ТИПЫ УКРАДЕННЫХ ДАННЫХ В АТАКАХ НА ОРГАНИЗАЦИИ В 2022 Г.**



Источник: данные компании

**ДОЛЯ УСПЕШНЫХ АТАК НА ЧАСТНЫХ ЛИЦ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ШПИОНСКОГО ПО**



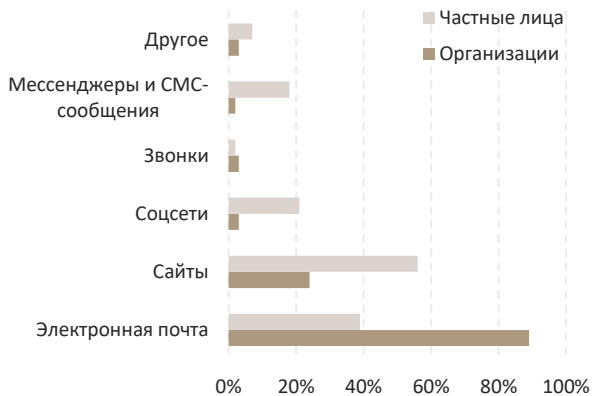
Источник: данные компании

**СПОСОБЫ РАСПРОСТРАНЕНИЯ ШПИОНСКОГО ПО В УСПЕШНЫХ АТАКАХ НА ЧАСТНЫХ ЛИЦ**



Источник: данные компании

**ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ЗЛОУМЫШЛЕННИКАМИ КАНАЛЫ СОЦИАЛЬНОЙ ИНЖЕНЕРИИ**



Источник: данные компании

**КАТЕГОРИИ ЖЕРТВ СРЕДИ ОРГАНИЗАЦИЙ**



Источник: данные компании

## РАСТУЩИЙ РЫНОК

**Опасения относительно падения рынка в 2022 г. не подтвердились.** По итогам 2022 г. российский рынок решений в области кибербезопасности, по данным Центра стратегических разработок (ЦСР), увеличился на 4% г/г до 193 млрд руб., из которых 26% пришлось на услуги и 74% — на СЗИ. Аналитики ожидали падения рынка в прошлом году.

Лаборатория Касперского оказалась лидером рынка СЗИ с долей в 16%, Positive Technologies занимала второе место (12,4%). В топ-6 поставщиков также вошли компании Check Point Software Technologies (4,8%), BI.ZONE (4,3%), Cisco (4,1%) и Fortinet (4,1%). Самым крупным сегментом рынка СЗИ в 2022 г. оставались средства защиты сетей (40,8%). На средства защиты конечных точек пришлось 18,8%, защиты инфраструктуры — 15,4%.

Рынок услуг в области кибербезопасности в 2022 г. составил 50,8 млрд руб. В топ-5 поставщиков, по данным ЦСР, в 2022 г. входили Ростелеком-Солар, Лаборатория Касперского, BI.ZONE, Код Безопасности и Positive Technologies. На долю сопровождения приходилось 34% рынка услуг, еще 30% — на внедрение (включая проектирование), 15% — на консалтинг.

**Рынок кибербезопасности в 2023–2027 гг. может расти среднегодовым темпом в 24%.** ЦСР прогнозирует, что к 2027 г. объем рынка кибербезопасности России достигнет 559 млрд руб., что предполагает рост среднегодовым темпом в 24% и замедление с 31% в 2023 г. и 32% в 2024 г. до 18% в 2026 и 2027 гг. Основными факторами увеличения станут рост количества кибератак, уход зарубежных вендоров, введение ответственности первых лиц компаний за обеспечение информационной безопасности, запрет использования зарубежного ПО на объектах критической информационной инфраструктуры, финансовые и нефинансовые меры государственной поддержки и готовность заказчиков к импортозамещению. При этом объем рынка услуг возрастет практически втрое относительно уровней 2022 г. до 145 млрд руб.

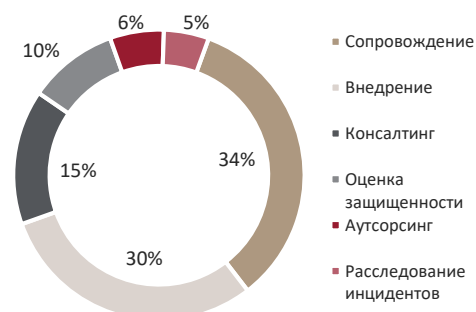
**Доля российских вендоров станет увеличиваться до 95% от рынка.** По итогам 2022 г. доля отечественных поставщиков на рынке СЗИ увеличилась на 9 п. п. в годовом сопоставлении до 70%. ЦСР прогнозирует, что доля иностранных вендоров продолжит постепенно снижаться в связи с уходом с рынка традиционных игроков, таких как Cisco или IBM, и стабилизируется к 2027 г. приблизительно на уровне 4–5%. Предполагается, что «серый» импорт в основном коснется технической поддержки и в целом его объем будет минимальным. Соответственно, российские поставщики станут основными бенефициарами роста рынка, и в итоге на их долю в 2027 г. придется 531 млрд руб. или 95%. При этом на рынке услуг в 2027 г. отечественные поставщики получат 138 млрд руб.

### РЫНОК СЗИ ПО КАТЕГОРИЯМ В 2022 Г.



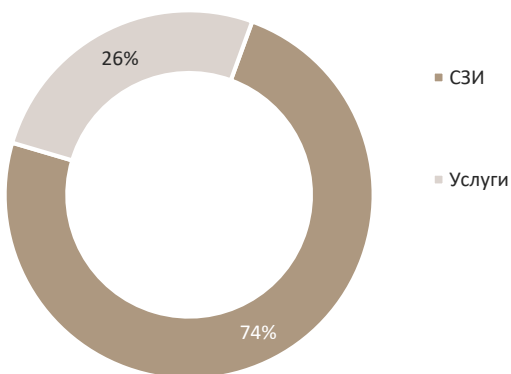
Источник: ЦСР

### РЫНОК УСЛУГ ИБ ПО КАТЕГОРИЯМ В 2022 Г.



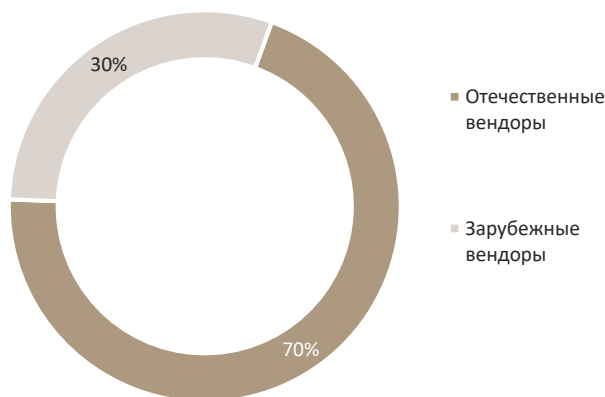
Источник: ЦСР

### СТРУКТУРА РЫНКА КИБЕРБЕЗОПАСНОСТИ РФ В 2022 Г.



Источник: ЦСР

### ПОСТАВЩИКИ НА РЫНКЕ СЗИ В 2022 Г.



Источник: ЦСР



**POSITIVE TECHNOLOGIES: ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ**

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Отгрузки с НДС	14 508	25 056	34 522	46 082	61 494	78 607
Продажи	13 775	23 929	32 968	44 009	58 726	75 069
Себестоимость	- 1 302	- 2 117	- 2 955	- 3 936	- 4 961	- 6 182
Валовая прибыль	12 473	21 811	30 013	40 073	53 765	68 888
Расходы на исследования и разработки	- 1 324	- 2 530	- 3 486	- 4 654	- 6 210	- 7 938
Маркетинговые и коммерческие расходы	- 3 119	- 6 014	- 8 286	- 11 060	- 14 759	- 18 866
Общехозяйственные и административные расходы	- 1 742	- 3 026	- 4 169	- 5 566	- 7 427	- 9 494
ЕБИТДА	6 824	11 547	15 726	20 849	27 859	35 600
Прибыль до налогообложения	6 091	10 241	14 072	18 793	25 369	32 589
Налог на прибыль	- 3	- 307	- 422	- 564	- 761	- 978
Чистая прибыль акционерам	6 088	9 934	13 650	18 230	24 608	31 611
ЕБИТДАС*	5 201	8 821	11 971	15 836	21 170	27 049
НИС**	4 519	7 208	9 895	13 217	17 919	23 061
Балансовый отчет, млн руб.	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Итого оборотные активы	11 231	16 498	26 257	38 183	54 704	75 180
ТМЗ	182	315	434	580	774	989
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	4 122	4 150	9 243	15 473	24 399	36 441
Чистые основные средства	1 010	2 329	4 274	6 926	9 982	13 884
Нематериальные активы	5 175	7 833	10 464	13 767	18 204	23 302
Итого активы	17 542	26 661	40 995	58 876	82 890	112 367
Итого текущие обязательства	9 244	12 179	14 841	18 125	22 563	27 513
Краткосрочная задолженность и аренда	1 946	2 126	2 244	2 313	2 342	2 338
Долгосрочная задолженность и аренда	2 851	2 495	2 183	1 910	1 671	1 462
Итого собственный капитал	8 298	14 482	26 154	40 752	60 327	84 854
Итого обязательства и собственный капитал	17 542	26 661	40 995	58 876	82 890	112 367
Чистый долг	675	470	- 4 816	- 11 250	- 20 386	- 32 641
Отчет о движении денежных средств, млн руб.	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Операционный денежный поток до изменений в рабочем капитале	6 932	11 547	15 726	20 849	27 859	35 600
Чистый операционный денежный поток	4 250	9 207	13 495	18 075	24 152	31 351
Капзатраты	- 1 838	- 5 252	- 6 231	- 8 010	- 9 983	- 12 011
Свободный денежный поток	2 412	3 955	7 264	10 066	14 169	19 340
Чистый денежный поток от инвестиций	- 1 838	- 5 252	- 6 231	- 8 010	- 9 983	- 12 011
Изменение задолженности	2 419	- 177	- 193	- 204	- 210	- 213
Дивиденды выплаченные	- 1 291	- 3 750	- 1 977	- 3 632	- 5 033	- 7 084
Чистый денежный поток от финансовых операций	984	- 3 927	- 2 171	- 3 836	- 5 243	- 7 297

\* ЕБИТДА без учета капитализации расходов.

\*\* Чистая прибыль без учета капитализации расходов.

Источники: данные компании, ИБ Синара

## Аналитический департамент

[Sinar\\_Research@sinara-finance.ru](mailto:Sinar_Research@sinara-finance.ru)

## Директор департамента

Кирилл Таченников  
[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

### Макроэкономика

Сергей Коныгин  
[KonyginSS@sinara-finance.ru](mailto:KonyginSS@sinara-finance.ru)

### Рынок облигаций

Александр Афонин  
[AfoninAK@sinara-finance.ru](mailto:AfoninAK@sinara-finance.ru)

### Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев  
[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

Ирина Фомкина  
[FomkinaI@sinara-finance.ru](mailto:FomkinaI@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

### Российский рынок акций

#### Нефть и газ

Кирилл Таченников  
[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

#### Металлургия

Дмитрий Смолин  
[SmolinDV@sinara-finance.ru](mailto:SmolinDV@sinara-finance.ru)

#### Стратегия

Кирилл Таченников  
[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Кирилл Бахтин  
[BakhtinKV@sinara-finance.ru](mailto:BakhtinKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Финансовый сектор

Ольга Найдёнова  
[NaidenovaOA@sinara-finance.ru](mailto:NaidenovaOA@sinara-finance.ru)

### Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов  
[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

### Группа выпуска

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Девелопмент

Ирина Фомкина  
[FomkinaI@sinara-finance.ru](mailto:FomkinaI@sinara-finance.ru)

### Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц  
[TaitsMV@sinara-finance.ru](mailto:TaitsMV@sinara-finance.ru)

Станислав Захаров  
[ZakharovSV@sinara-finance.ru](mailto:ZakharovSV@sinara-finance.ru)

Инна Драч  
[DrachIG@sinara-finance.ru](mailto:DrachIG@sinara-finance.ru)

Себастьян Барендт  
[BarendtSF@sinara-finance.ru](mailto:BarendtSF@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства Банка по последующему обновлению.

Иностранцы финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предлагающей сделать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указать ссылку на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника», Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сережа Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТГК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Маннит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сбербанк», ПАО «Северсталь», ПАО «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PLYC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Флокс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и подходы: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозируемой дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшиеся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, усредненная по рейтингу «покупать», если не превышает, оставляется положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продавать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.