

ОБНОВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ

ГРУППА ПОЗИТИВ

Дорогие сотрудники

В понедельник, 16 октября, Группа Позитив (Positive Technologies) объявила о планируемом запуске программы мотивации сотрудников, которая предусматривает регулярный выпуск в их пользу новых акций общим объемом до 25% капитала. Мы считаем столь значительное размытие избыточным и снижаем оценку справедливой стоимости акций компании на 17% до 2 750 руб.

Щедрое вознаграждение для ключевых сотрудников

Positive Technologies планирует вознаграждать действующих и бывших ключевых сотрудников компании акциями, которые будут выпускаться в их пользу. Объем эмиссии будет зависеть от динамики капитализации и/или бизнес-показателей Группы Позитив (финальная схема еще не определена). На текущий момент планируется выпустить акции в объеме до 25% капитала в случае роста капитализации на 100%. Эмиссия будет производиться ежегодно, и акции будут распределяться частями в течение определенного периода, что сгладит давление на котировки со стороны предложения. Выпуск дополнительных акций также не будет уменьшать базу для расчета дивидендов (однако размер на акцию все же будет снижаться относительно первоначального прогноза по мере выпуска новых бумаг).

Допэмиссия размывает стоимость на 17%...

Для оценки влияния новой программы вознаграждения на справедливую стоимость мы немного изменили методологию оценки и инкорпорировали изменение количества акций в модель оценки. С учетом изначально озвученных параметров программы мотивации (эмиссия 25% при росте капитализации на 100%) и при предположении, что после достижения справедливого уровня капитализация Positive Technologies будет расти на 20% в год, мы оцениваем справедливую стоимость акции Positive Technologies в 2 750 руб., что на 17% ниже нашей изначальной оценки.

...и дивиденды на 22%

По утверждениям менеджмента, выпуск дополнительных акций не окажет влияния на чистую прибыль, используемую для расчета дивидендов. Тем не менее из-за увеличения количества акций размер дивиденда на акцию будет ниже, чем в оригинальном варианте. По нашим оценкам, с предложенными параметрами программы мотивации совокупный объем дивиденда на акцию в 2024–2027 гг. будет на 22% ниже, чем в случае отсутствия такой программы.

Мотивационные экстерналии

На наш взгляд, у выпуска дополнительных акций есть несколько косвенных последствий. С одной стороны, на рынке появится постоянный навес предложения, который будет давить на котировки. С другой стороны, появление на рынке новых акций увеличит ликвидность, объем акций в свободном обращении и потенциально вес в индексах, что может частично нивелировать давление продавцов.

Фундаментально нейтральный уровень допэмиссии – 10%

На наш взгляд, мотивация в размере 25% капитала является слишком щедрой по отношению к сотрудникам и размывает акционерную стоимость для внешних держателей акций. При этом сама по себе программа мотивации выглядит важным элементом долгосрочной конкурентоспособности Positive Technologies. По нашим оценкам, с учетом повышения прогнозов фундаментальных показателей предельный уровень размытия в 10% является нейтральным для справедливой стоимости акций и при этом обеспечивает достойный фонд для вознаграждения сотрудников – около 15 млрд руб. по итогам 2023 г., что заметно превышает годовые расходы на персонал.

Сергей Либин

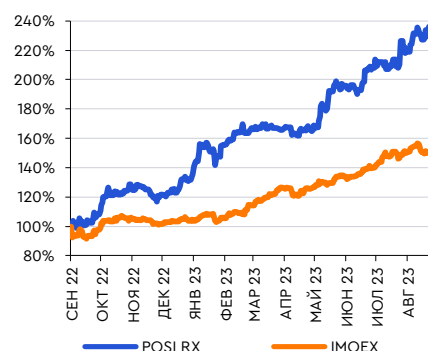
Sergey.Libin@gazprombank.ru

ТИКЕР	POSI RX
Целевая цена, руб.	2 750
Текущая цена, руб.	2 300
Потенциал роста	20%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млрд руб.	152
Чист. долг и проч., млрд руб.	3
EV, млрд руб.	155
Макс. за 52 нед., руб.	2 581
Мин. за 52 нед., руб.	1 082

Источник: открытые источники

Динамика котировок Группы Позитив и индекса Мосбиржи



Источник: открытые источники

ОБНОВЛЕНИЕ ПРОГНОЗОВ

Фундаментальные изменения

На конференции Positive Security Day был продемонстрирован новый продукт защиты пользовательских устройств MaxPatrol EDR и анонсирован его коммерческий запуск. По оценкам Центра стратегических разработок (ЦСР), объем сегмента защиты пользовательских устройств в 2022 г. составил 27 млрд руб., что сопоставимо с совокупным объемом «домашних» сегментов Positive Technologies (защита инфраструктуры и приложений). Компания также рассказала о прогрессе в ходе разработки NGFW, который ожидается к коммерческому запуску в 2024 г. По нашим оценкам, порядок объема рынка NGFW также сопоставим с рынками присутствия Positive Securities. Таким образом, можно констатировать, что целевой рынок Positive Technologies к концу 2024 г. увеличится более чем в три раза по сравнению с 2022 г. В связи с этим мы пересмотрели прогнозы финансовых показателей компании и представили результаты ключевых изменений в таблице.

Изменения прогнозов основных финансовых показателей

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	23 752	39 086	53 608	23 752	39 458	60 098	0%	1%	12%
ЕБИТДА	11 381	20 057	27 601	11 381	20 248	30 942	0%	1%	12%
Рентабельность ЕБИТДА	47,9%	51,3%	51,5%	47,9%	51,3%	51,5%	0,0 п.п.	0,0 п.п.	0,0 п.п.
Чистая прибыль	10 049	17 863	24 565	10 049	18 033	27 610	0%	1%	12%
Свободный денежный поток	5 964	10 724	17 305	5 964	10 770	18 335	0%	0%	6%
ЕБИТДАС	9 054	16 610	23 346	9 054	16 768	26 172	0%	1%	12%
НИС	8 540	15 511	21 797	8 540	15 649	24 341	0%	1%	12%

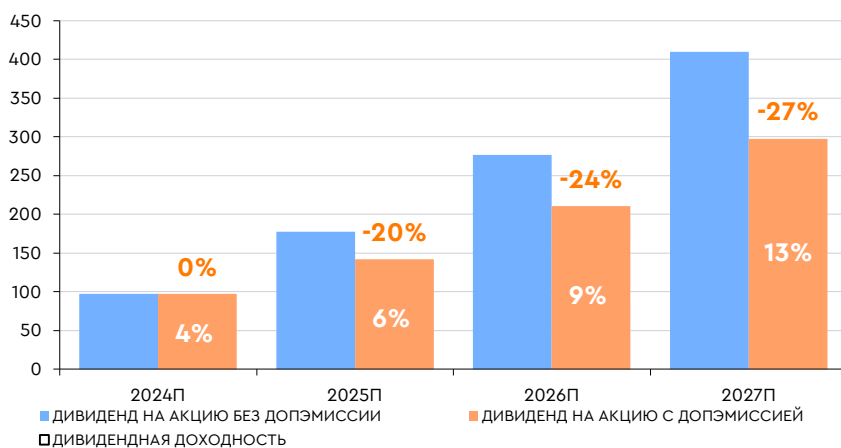
Источник: оценки Газпромбанка

Дивиденды

На заседании 18 октября совет директоров рекомендовал выплату финальных дивидендов за 2022 г. в размере 1 млрд руб., или 15,8 руб. на акцию. Это соответствует доходности 0,7% и коэффициенту дивидендных выплат на уровне 100% от скорректированной чистой прибыли (НИС). Мы ожидаем, что выплата этого транша состоится до конца 2023 г.

Мы скорректировали прогнозы по дивидендам с учетом обновленных ожиданий по финансовым показателям и новой структуры акционерного капитала. Предполагаем, что дивиденды за прошедший год будут выплачиваться до начисления сотрудникам новых акций. По нашим оценкам, совокупные дивидендные выплаты в 2024-2027 гг. с учетом допэмиссии окажутся на 22% ниже, чем без нее.

Прогноз дивидендов



Источник: оценки Газпромбанка

ОЦЕНКА

Изменение методологии

В связи с появлением условия постоянной эмиссии акций мы модифицировали методологию оценки. Мы по-прежнему применяем метод дисконтирования денежных потоков, однако теперь дисконтируем свободный денежный поток на одну акцию в каждом прогнозном периоде. Это позволяет учесть ежегодное увеличение количества акций.

Расчет параметров модели дисконтирования

	ЗНАЧЕНИЕ	КОММЕНТАРИЙ
Безрисковая ставка	11,7%	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	20,0%	
Постпрогнозный темп роста	4,0%	Базовый уровень = 4%.

Источник: оценки Газпромбанка

Дисконтирование денежных потоков

Модель ДДП, руб. на акцию

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Акции в обращении, млн	66	83	87	91	96
ЕБИТДА	172	245	357	496	663
(-) Налог	-2	-2	-3	-4	-6
(+/-) Изменение оборотного капитала	-31	-49	-55	-70	-86
(-) Инвестиции	-44	-53	-69	-86	-103
(-) Лизинг, проценты	-3	-3	-3	-4	-6
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	93	139	227	332	462
ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	93	116	158	192	223

Источник: оценки Газпромбанка

Оценка справедливой стоимости, руб. на акцию

Приведенная стоимость денежных потоков	817
+ Стоимость переходного периода	846
+ Стоимость терминального периода	1 087
Целевая цена	2 750
Текущая цена	2 300
Потенциал роста/(падения)	20%

Источник: оценки Газпромбанка

Исторические и прогнозные финансовые результаты

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	CAGR 2022-27П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ И УБЫТКАХ								
ВЫРУЧКА	7 076	13 775	23 752	39 458	60 098	87 282	122 310	55%
Себестоимость	-862	-1 302	-2 189	-3 374	-4 978	-7 113	-9 872	
Исследования и разработки	-889	-1 324	-2 377	-3 722	-5 677	-8 237	-11 522	
Коммерческие расходы	-1 804	-3 119	-5 600	-8 767	-13 371	-19 401	-27 138	
Административные расходы	-1 395	-1 742	-3 128	-4 897	-7 469	-10 837	-15 158	
Прочие доходы/(расходы)	-45	-187	-335	-525	-800	-1 161	-1 624	
Операционная прибыль	2 081	6 101	10 124	18 173	27 802	40 535	56 996	56%
Финансовые доходы/(расходы) и прочие	-53	-11	27	42	87	130	170	
Прибыль до налогообложения	2 028	6 091	10 151	18 215	27 889	40 665	57 167	56%
Налог на прибыль	-114	-3	-102	-182	-279	-407	-572	
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	1 914	6 088	10 049	18 033	27 610	40 258	56 595	56%
ЕБИТДА	2 698	6 824	11 381	20 248	30 942	45 070	63 318	56%
Рентабельность	38,1%	49,5%	47,9%	51,3%	51,5%	51,6%	51,8%	
ЕБИТДАС	1 535	5 206	9 054	16 768	26 172	38 834	55 453	61%
NIC	1 207	4 963	8 540	15 649	24 341	36 073	51 495	60%
БАЛАНС								
Внеоборотные активы	5 157	6 311	8 361	11 614	16 109	21 904	29 014	36%
Дебиторская задолженность	3 293	6 927	11 944	19 842	30 221	43 891	61 506	
Прочие оборотные активы	157	182	313	520	792	1 150	1 612	
Денежные средства и эквиваленты	765	4 122	6 088	10 040	16 009	24 954	37 871	
Оборотные активы	4 215	11 231	18 345	30 402	47 022	69 995	100 989	55%
АКТИВЫ	9 372	17 542	26 706	42 015	63 132	91 899	130 003	49%
Акционерный капитал и резервы	33	33	33	33	33	33	33	
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	3 470	8 265	14 323	25 525	40 752	61 818	90 048	
КАПИТАЛ	3 503	8 298	14 356	25 558	40 785	61 851	90 081	61%
Долгосрочные обязательства	1 419	3 341	3 341	3 341	3 341	3 341	3 341	0%
Контрактные обязательства	1 483	1 858	3 316	5 244	8 009	11 626	16 261	
Кредиторская задолженность	1 504	2 087	3 725	5 892	8 998	13 060	18 268	
Прочие краткосрочные обязательства	1 463	1 958	1 968	1 980	1 998	2 021	2 051	
Краткосрочные обязательства	4 450	5 903	9 009	13 116	19 005	26 707	36 580	44%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	5 869	9 244	12 350	16 457	22 346	30 048	39 921	34%
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	9 372	17 542	26 706	42 015	63 132	91 899	130 003	49%
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДС								
Прибыль до налогообложения	2 028	6 091	10 151	18 215	27 889	40 665	57 167	
Износ и амортизация	623	735	1 125	1 511	2 096	2 913	4 001	
Прочие неденежные корректировки	315	107	-27	-42	-87	-130	-170	
Изменение оборотного капитала	-653	-2 541	-2 052	-4 010	-4 780	-6 350	-8 232	
Сальдо процентных и налоговых доходов/(расходов)	-241	-141	-74	-140	-192	-277	-401	
Операционный денежный поток	2 073	4 250	9 122	15 533	24 927	36 821	52 363	65%
Приобретение ОС и НМА	-169	-444	-877	-1 353	-1 917	-2 597	-3 403	
Создание НМА	-1 093	-1 431	-2 281	-3 411	-4 675	-6 111	-7 707	
Прочая инвестиционная деятельность	0	0	0	0	0	0	0	
Инвестиционный денежный поток	-1 262	-1 875	-3 158	-4 763	-6 592	-8 708	-11 110	43%
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	811	2 376	5 964	10 770	18 335	28 113	41 253	77%
Дивиденды	-933	-1 291	-3 750	-6 405	-11 736	-18 255	-27 055	
Финансовый денежный поток	-497	984	-3 999	-6 818	-12 365	-19 169	-28 335	
Чистый денежный поток	314	3 359	1 966	3 952	5 969	8 945	12 918	31%
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	451	765	4 122	6 088	10 040	16 009	24 954	
Денежные средства и эквиваленты на конец периода	765	4 122	6 088	10 040	16 009	24 954	37 871	

Источник: данные компании, оценка 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 – 2023. «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.

НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ