

НАЧАЛО ПОКРЫТИЯ

ГРУППА ПОЗИТИВ

На страже российского киберпространства

Мы начинаем аналитическое покрытие акций ПАО «Группа Позитив» (Positive Technologies) с рекомендацией «ПОКУПАТЬ» и целевой ценой 3 300 руб. Positive Technologies является лидером российского рынка кибербезопасности и одним из основных бенефициаров импортозамещения на российском IT-рынке с потенциалом роста свободного денежного потока в 14 раз на горизонте 5 лет.

Глобальный мегатренд

По мере роста роли цифровых технологий для государства и общества важность защиты от киберпреступлений повышается. По оценкам отраслевых экспертов, мировой рынок кибербезопасности в ближайшие 5 лет будет расти со среднегодовым темпом 10%, а ожидаемый темп роста российского рынка составит 24%, и к 2027 г. его объем достигнет 559 млрд руб.

Лидер российской кибербезопасности

В 2022 г. российский рынок IT претерпел кардинальные изменения, связанные с уходом международных вендоров и с законодательными требованиями о переходе российских корпоративных клиентов на отечественное программное обеспечение (ПО). Positive Technologies является ключевым игроком российского рынка кибербезопасности и признанным лидером в сегментах безопасности инфраструктуры и приложений. По нашим оценкам, среднегодовой темп роста выручки Positive Technologies составит 46% за 5 лет, а в 2027 г. ее объем превысит 90 млрд руб.

Выход в перспективный сегмент рынка

С уходом международных вендоров на российском рынке кибербезопасности освободился крупный и перспективный сегмент – межсетевые экраны нового поколения (Next Generation Firewall, NGFW). Positive Technologies активно занимается разработкой и внедрением собственного решения в этом направлении. В августе 2023 г. Positive Technologies и Ростех подписали соглашение о сотрудничестве, в рамках которого предусмотрено технологическое партнерство в процессе создания NGFW. Выход в новый сегмент рынка сможет обеспечить сохранение темпов роста выручки выше рыночного уровня на горизонте до 2027 г.

Глобальные амбиции

Решения Positive Technologies известны не только в России. К примеру, средства борьбы с уязвимостью приложений регулярно попадали в рейтинг «магический квадрат Gartner», а сотрудники компании входят в «залы славы» мировых ИТ-гигантов за обнаружение уязвимостей и помощь в повышении безопасности сервисов. Потенциально доступный российским компаниям сегмент международного рынка кибербезопасности оценивается в 8 млрд долл. Мы не рассматриваем вариант полного заполнения этой ниши в качестве базового сценария, однако расцениваем вероятность успешного выхода на ряд международных рынков как достаточно высокую.

Рост не в ущерб дивидендам

Помимо выдающихся темпов роста, Positive Technologies отличается высоким уровнем рентабельности. В 2022 г. рентабельность EBITDA составила 49%, и мы ожидаем, что в 2024 г. она превысит 50%. При этом бизнес отличается относительно невысокими требованиями к капитальным ресурсам, вследствие чего мы прогнозируем, что свободный денежный поток (СДП) будет расти среднегодовым темпом 69% до 2027 г. Благодаря комбинации высоких темпов роста и рентабельности Positive Technologies имеет возможность выплачивать значительные дивиденды. По нашим прогнозам, в 2024 г. дивидендная доходность может составить 4%, а к 2027 г. она вырастет до 15%.

Сергей Либин

Sergey.Libin@gazprombank.ru

Жонибек Исомиддинов

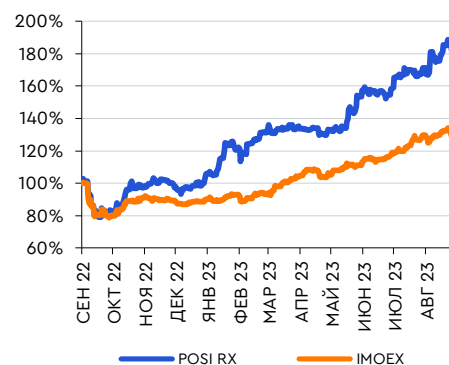
Zhonibek.Isomiddinov@gazprombank.ru

ТИКЕР	POSI RX
Целевая цена, руб.	3 300
Текущая цена, руб.	2 283
Потенциал роста	45%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млрд руб.	150
Чист. долг и проч., млрд руб.	3
EV, млрд руб.	153
Макс. за 52 нед., руб.	2 417
Мин. за 52 нед., руб.	951

Источник: открытые источники

Динамика котировок Группы Позитив и индекса Мосбиржи



Источник: открытые источники

СОДЕРЖАНИЕ

О компании	3
Линейка продуктов	4
История развития.....	5
Структура акционерного капитала.....	5
SWOT-анализ.....	6
Рынок.....	7
Объемы рынка.....	8
Позиционирование внутри вселенной российских технологических компаний.....	11
Прогнозная модель	12
Выручка	12
Операционные расходы.....	13
Инвестиции и свободный денежный поток.....	14
Дивиденды.....	14
Оценка	15
Методика оценки.....	15
Дисконтирование денежных потоков.....	15
Сравнительный метод: рыночные мультипликаторы.....	16

О КОМПАНИИ

Positive Technologies – ведущий разработчик программного обеспечения для кибербезопасности. Более 3 300 организаций в мире используют продукты и услуги компании по автоматическому мониторингу уязвимостей и предупреждению кибератак. **Positive Technologies** входит в топ-15 крупнейших российских IT-компаний, согласно данным Эксперт РА, и в тройку лидеров по росту продаж в сегменте информационной безопасности (ИБ), согласно IDC.

Основная деятельность компании представляет собой разработку программ информационной безопасности и их распространение через передачу прав на использование лицензионного продукта или контракт на услуги (отгрузки) и поддержку в трех ключевых направлениях:

- обнаружение и остановка хакеров;
- защищенная IT-инфраструктура;
- защищенность систем by design.

Помимо разработки, компания также предоставляет услуги поиска уязвимостей, оценки защищенности систем и приложений, аудита ИБ. Численность сотрудников составляет более 2 000 человек. Подразделения компании располагаются в Москве, Санкт-Петербурге, Нижнем Новгороде, Новосибирске, Академгородке, Самаре, Томске, Казахстане (Астана).

Среди крупнейших мероприятий, информационную безопасность которых обеспечивал Positive Technologies, числятся Олимпийские игры в Сочи, Чемпионат мира по футболу в 2018 году, выборы президента РФ и в Госдуму. Компания имеет все необходимые государственные лицензии. На госорганы приходится 27% продаж.

В декабре 2021 г. компания провела размещение 10% акций на Московской бирже через процедуру прямого листинга, в сентябре 2022 г. они были переведены в котировальный список первого уровня и в базу расчета индекса акций широкого рынка, IT-компаний и индекса средней и малой капитализации, а в сентябре 2023 г. были включены в основной индекс Московской биржи.

Концепция «результативная кибербезопасность»

Positive Technologies пропагандирует бизнес-ориентированный подход к кибербезопасности, исходя из необходимости защиты ключевых активов компании и предотвращения недопустимых для нее событий – «результативную кибербезопасность». В общем случае недопустимые события можно классифицировать как события, возникающие в результате действий злоумышленников и делающие невозможным достижение операционных и стратегических целей или приводящие к длительному нарушению основной деятельности организации. Критерий недопустимости может различаться для разных видов и особенностей бизнеса, но можно выделить четыре основные группы таких событий:

- финансовые потери;
- прерывание деятельности;
- искажение (утрата) функциональных сведений или данных, необходимых в работе;
- утечка конфиденциальной информации.

С учетом разнообразия индивидуальных потребностей клиентов кибербезопасность, на наш взгляд, стоит рассматривать как услугу или процесс, нежели как набор продуктов, производимых Positive Technologies. В процесс результативной кибербезопасности по методике Positive Technologies входит определение и верификация недопустимых событий; усиление защищенности IT-инфраструктуры и мониторинг систем; регулярные киберучения с имитацией атак; проверка возможности реализации недопустимых событий на платформах bug bounty.

Метапродукты

Для реализации результативной кибербезопасности Positive Technologies разрабатывает новый класс «метапродуктов», цель которых – обеспечение комплексной автоматизированной защиты с помощью регулярных продуктов Positive Technologies и с учетом потребностей клиента. К решениям этого класса относятся MaxPatrol O2 (уже доступен), PT Carbon и PT Оркестратор (в разработке, выпуск планируется в 2023–2024 гг.).

Линейка продуктов

Компания имеет широкую линейку из более 20 продуктов и решений, ключевыми из которых являются:

MaxPatrol 8 – продукт, при помощи которого можно проводить аудит защищенности информационных систем и их соответствия стандартам безопасности. MaxPatrol 8 позволяет просканировать всю корпоративную IT-инфраструктуру, включая сетевое оборудование, сервера и рабочие станции на Linux и Windows со всем установленным на них ПО. Это дает возможность получать объективную оценку состояния защищенности IT-инфраструктуры в целом, а также отдельных подразделений, узлов и приложений, что необходимо для своевременного обнаружения уязвимостей и предотвращения атак с их использованием. Объем отгрузок в 2022 г. составил более 1,8 млрд руб.

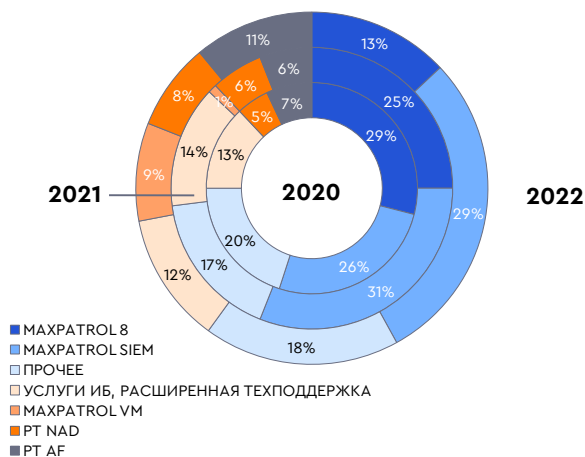
MaxPatrol SIEM – система комплексного мониторинга ИБ как всей IT-инфраструктуры предприятия, так и отдельных подразделений, узлов и приложений. Система регулярно обновляется экспертами компании, обогащается данными из новых событий, результатов сканирований, сетевого трафика и агентов на конечных точках, создавая полную видимость IT-инфраструктуры и легко адаптируясь под ее изменения. Объем отгрузок в 2022 г. превысил 4,2 млрд руб.

MaxPatrol VM – специализированная система, которая позволяет проводить не только мониторинг угроз, но и управлять уязвимостями в режиме реального времени. Базовые возможности MaxPatrol 8 дополнены в MaxPatrol VM: если первый контролирует только IP-адреса, то второй видит изменения и докладывает о них клиенту. Кроме того, в VM можно расставить приоритеты в работе над уязвимостями и постоянно получать обновления программы. Объем отгрузок в 2022 г. составил более 1,3 млрд руб.

PT NAD – система поведенческого анализа сетевого трафика, которая обнаруживает вредоносную активность злоумышленников на периметре и внутри сети, зараженные узлы, нарушения политик безопасности и инсайдеров. Анализируя происходящее в сети, PT NAD может также обнаружить активность злоумышленников в защищенном трафике. Объем отгрузок в 2022 г. превысил 1,1 млрд руб.

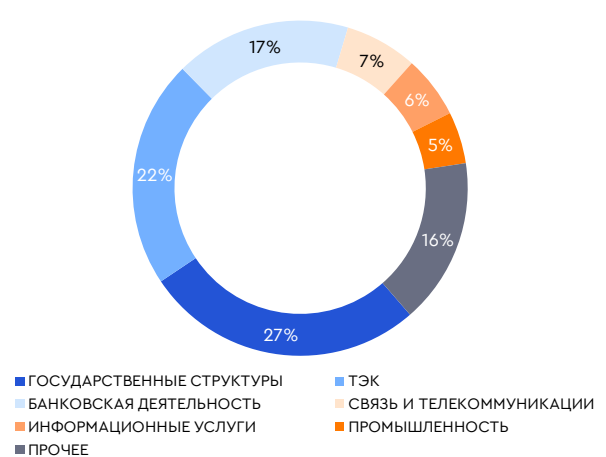
PT AF – межсетевой экран уровня веб-приложений, защищающий их от внешних атак, позволяющий обнаружить и заблокировать атаки, в том числе из списка OWASP Top 10, атак нулевого дня, DDoS-атак и загрузок вредоносного ПО. Объем отгрузок в 2022 г. – более 1,5 млрд руб.

Структура выручки по продуктам



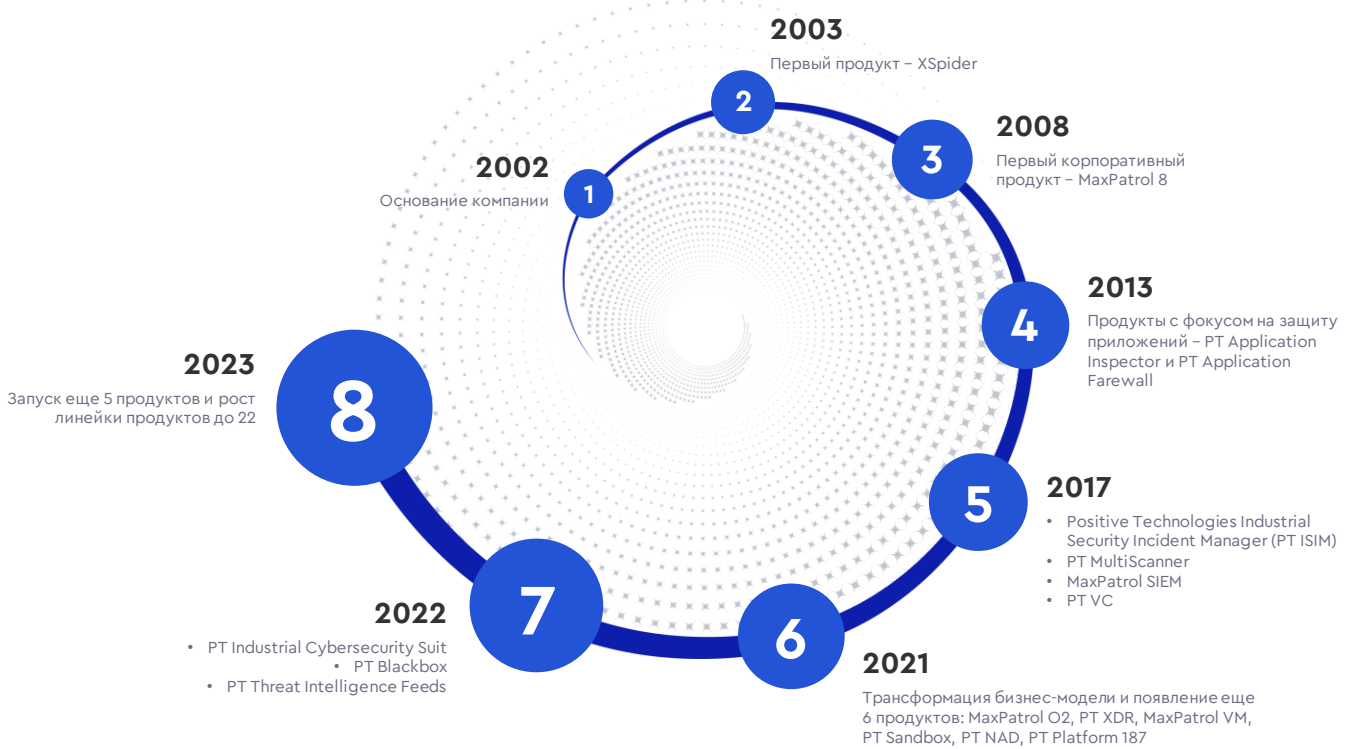
Источник: данные компании

Структура выручки по клиентам, 2022 г.



Источник: данные компании

История развития

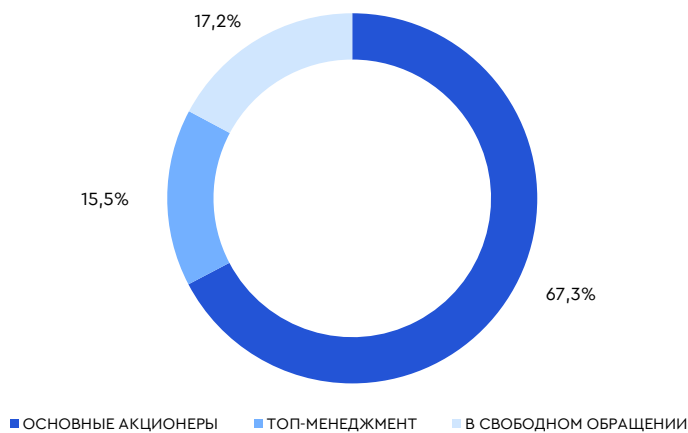


Источник: данные компании

Структура акционерного капитала

Капитал Positive Technologies разделен на 66 млн акций. По состоянию на июнь 2023 г. акции распределены следующим образом:

Структура акционерного капитала



Источник: данные компании

С учетом особенностей размещения акций (первый на Мосбирже опыт DPO – прямого публичного размещения) основной объем акций в свободном обращении приходится на частных инвесторов (по оценкам компании, около 90%).

Распределенная структура акционеров является одной из долгосрочных стратегических целей Positive Technologies. В настоящий момент количество акционеров превышает 185 тыс., а целью является 1 млн.

SWOT-анализ

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ	СЛАБЫЕ СТОРОНЫ
<ul style="list-style-type: none">• Лидер и визионер рынка кибербезопасности в России.• Один из крупнейших исследовательских центров по кибербезопасности в мире позволяет производить актуальные и востребованные продукты.• Высокий органический потенциал роста рынка по мере повышения спроса на кибербезопасность.• Налоговые льготы для IT-компаний.• Высокопрофессиональный штат сотрудников, в том числе усиленный бывшими сотрудниками международных компаний, ушедших из России.• Обширная и лояльная база клиентов и партнеров.• Ориентированность на внутренний рынок – меньшая подверженность геополитическим факторам.• Единственный представитель сектора кибербезопасности на российском фондовом рынке.	<ul style="list-style-type: none">• Отсутствие B2C направления.• Относительно высокая концентрация – 99% выручки формируется крупными корпоративными клиентами.• Высокая доля розничных инвесторов – потенциально повышенная волатильность цены акций.• Концентрация бизнеса в двух сегментах рынка кибербезопасности – защита инфраструктуры и приложений.
ВОЗМОЖНОСТИ	УГРОЗЫ
<ul style="list-style-type: none">• Активное участие в импортозамещении на фоне ухода международных вендоров.• Регуляторная поддержка: с 2025 г. организациям, обеспечивающим работу критической инфраструктуры, запрещается использование средств защиты информации, произведенных компаниями из недружественных юрисдикций.• Разработка новых продуктов (например, NGFW) позволит выйти в новые для компании сегменты рынка.• Запуск метапродуктов может расширить клиентскую базу и увеличить долю рынка.• Международная экспансия.	<ul style="list-style-type: none">• Усиление конкуренции со стороны локальных конкурентов или игроков из смежных отраслей.• Возможно усиление дефицита квалифицированных IT-кадров.• Прекращение сотрудничества с международными поставщиками ПО и IT-оборудования или усложнение и удорожание логистических цепочек.• Возможен навес предложения акций со стороны крупных акционеров.

РЫНОК

Что такое кибербезопасность?

Кибербезопасность – это защита подключенных к интернету систем (оборудования, программного обеспечения и данных) от киберугроз. Основная ее функция заключается в отражении атак с целью получения доступа к данным или их уничтожения, вымогательства денег или нарушений нормального выполнения бизнес-операций.

Почему это важно?

По мере роста роли цифровых технологий для государства и общества важность защиты от киберпреступлений также повышается. По оценке консалтинговой компании Cybersecurity Ventures, ущерб от киберпреступлений, включая прямые и косвенные потери в виде повреждения и уничтожения данных, нарушения нормального функционирования бизнеса, затрат на восстановление и репутационного ущерба, составляет 8 трлн долл., или почти 8% мирового ВВП. Помимо финансовых потерь, киберпреступность несет в себе угрозу физической безопасности для государства и общества, поскольку создает риск взлома объектов критической инфраструктуры, например, электро- или водоснабжения, здравоохранения или обороны.

Типы угроз кибербезопасности

Новые виды киберугроз появляются практически ежедневно. К наиболее распространенным типам можно отнести следующие:

- **Вредоносное программное обеспечение.** Программы или файлы, которые могут причинить ущерб компьютеру, сети или серверу (вирусы, черви, трояны).
- **Социальная инженерия.** Вынуждение к нарушению процедур безопасности, выдаче конфиденциальной информации обманным путем.
- **Фишинг.** Рассылка сообщений, напоминающих сообщения из доверенных источников, мошенниками с целью выманивания конфиденциальной информации.
- **Целевая атака.** Продолжительная и целенаправленная кибератака, при которой злоумышленник получает доступ к сети и остается незамеченным в течение длительного периода времени.
- **Внутренние угрозы.** Нарушения безопасности или потери, спровоцированные инсайдерами – сотрудниками, подрядчиками или клиентами – со злым умыслом или из-за небрежности.
- **DoS (DDoS)-атака.** Атака, при которой злоумышленники пытаются сделать невозможным предоставление услуги. В результате атаки можно заблокировать доступ практически ко всему: серверам, устройствам, службам, сетям, приложениям и даже определенным транзакциям внутри приложений.
- **Сталкерское ПО.** Программное обеспечение, предназначенное для скрытой слежки за пользователями.
- **Криптоджекинг.** Вредоносное ПО скрывается в системе и похищает вычислительные ресурсы устройства, чтобы злоумышленники могли их использовать для добычи криптовалюты.
- **Атаки с использованием машинного обучения и искусственного интеллекта.** Попытка обмануть машинный алгоритм, заставляя его выдавать неправильные ответы.

Объемы рынка

Мировой рынок кибербезопасности оценивается в 162 млрд долл. в 2023 г. и ожидается, что к 2028 г. вырастет до 256,5 млрд долл. (среднегодовой темп роста – 10%). При этом, согласно исследованию McKinsey, потенциальный объем спроса на продукты и услуги кибербезопасности может достичь 1,5–2,0 трлн долл.

По оценкам Центра стратегического развития (ЦСР), объем российского рынка кибербезопасности в 2022 г. составил 193 млрд руб. (+4% г/г). До 2022 г. российский рынок кибербезопасности характеризовался высоким уровнем фрагментации и конкуренции, в том числе с международными игроками. По оценкам ЦСР, доля зарубежных вендоров в 2021 г. составляла 39%.

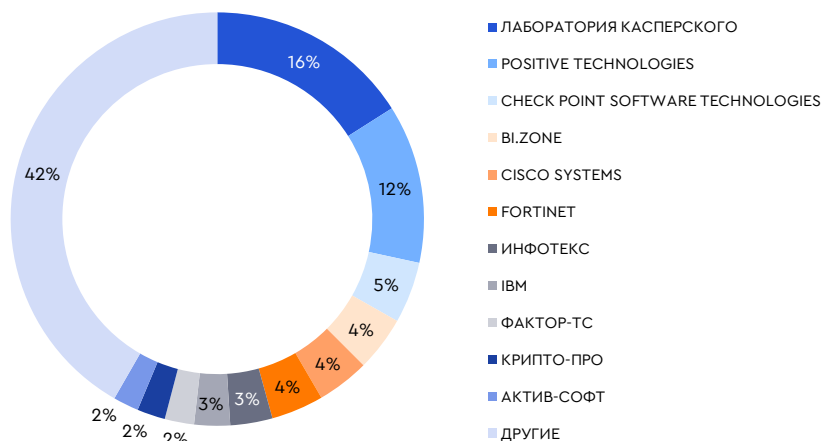
В 2022 г. произошло значительное изменение ландшафта рынка кибербезопасности в РФ на фоне массового ухода зарубежных вендоров, а также в связи с новыми реалиями бизнеса и регулирования. К ключевым событиям 2022 г. для российского рынка кибербезопасности можно отнести:

- Значительный рост числа кибератак на органы власти, бизнес и промышленные объекты экономики РФ.
- Введение ответственности первых лиц организаций за обеспечение их информационной безопасности.
- Запрет закупок (с марта 2022 г.) и использования (с 2025 г.) зарубежного ПО на объектах критической информационной инфраструктуры.
- Поддержка отрасли со стороны государства (льготы, дополнительные учебные программы, снижение регуляторной нагрузки).
- Ужесточение требований отраслевых регуляторов к заказчикам решений ИБ.

В результате начавшегося в 2022 г. прекращения деятельности в РФ международными вендорами их доля на российском рынке кибербезопасности снизилась с 39% в 2021 г. до 30% в 2022 г.

В мае 2022 г. был издан указ Президента РФ №250 «О дополнительных мерах по обеспечению информационной безопасности Российской Федерации», согласно которому организациям, обеспечивающим работу критической инфраструктуры, с 1 января 2025 г. запрещается использование средств защиты информации, произведенных компаниями из недружественных юрисдикций. Мы считаем, что это придаст импульс для разработки замещающих продуктов российскими компаниями, и полагаем, что Positive Technologies станет одним из лидеров этого процесса за счет сильной команды разработчиков, накопленного опыта, наличия значительного портфеля продуктов и клиентов. По оценке ЦСР, в 2023 г. доля международных вендоров снизится до 5%.

Доли российского рынка кибербезопасности, 2022 г.



Источник: ЦСР

В настоящий момент рынок кибербезопасности является фрагментированным и узкоспециализированным. ЦСР выделяет 27 направлений бизнеса кибербезопасности, которые группируются в шесть основных сегментов. По оценке TAdviser, число российских компаний, производящих продукты или оказывающих услуги в сфере кибербезопасности, составляет 230.

Сегменты рынка кибербезопасности

КАТЕГОРИИ СРЕДСТВ ЗАЩИТЫ	АНГЛОЯЗЫЧНЫЙ ТЕРМИН	УСТОЙЧИВОЕ СОКРАЩЕНИЕ	ДОЛЯ РЫНКА (2022)
Средства защиты инфраструктуры	Infrastructure security		15%
Средства управления событиями ИБ	Security information and event management	SIEM	
Средства анализа киберугроз	Threat Intelligence	TI	
Средства оркестровки (управления) систем безопасности	Security orchestration, automation and response	SOAR	
Средства защиты промышленных систем управления	Industrial control system security	ICS	
Платформа реагирования на инциденты	Incident response platform	IRP	
Платформа управления рисками	Governance, risk and compliance	GRC	
Средства защиты сетей	Network security		41%
Межсетевые экраны	Firewall, next generation firewall	FW, NGFW	
Многофункциональные решения	Unified threat management	UTM	
Системы обнаружения (предотвращения) вторжений	Intrusion detection/prevention system	IDS/IPS	
Системы анализа трафика	Network traffic analysis	NTA	
Средства контроля доступа к сети	Network access control	NAC	
Средства защиты от сложных и неизвестных киберугроз	Network detection and response	NDR	
Шлюзы информационной безопасности	Secure web gateway, secure mail gateway	SWG, SMG	
Сетевые «песочницы»	Network sandbox		
Виртуальные частные сети	Virtual private network	VPN	
Средства защиты приложений	Application security		9%
Средства управления уязвимостями	Vulnerability management	VM	
Средства поиска уязвимостей в исходном коде ПО	Application security testing	AST	
Межсетевой экран для веб-приложений	Web application firewall	WAF	
Защита от DDoS-атак	DDoS protection		
Средства защиты данных	Data security		8%
Средства защиты от несанкционированного доступа	Unauthorized access protection	UAP	
Средства защиты от утечек информации	Data loss prevention	DLP	
Средства шифрования	Encryption		
Средства защиты пользователей	User security		7%
Средства управления идентификацией, аутентификацией и контролем доступа	Identity and access management, identity governance and administration	IAM, IGA	
Средства контроля привилегированных пользователей	Privileged access management	PAM	
Средства криптографической защиты информации пользователей (в т.ч. средства электронной подписи)	Public key infrastructure	PKI	
Защита рабочих станций, конечных точек	Endpoint security		19%
Антивирусная защита	Antivirus protection	AVP	
Системы обнаружения и реагирования на угрозы на рабочих станциях пользователей (конечных точках)	Endpoint detection and response	EDR	

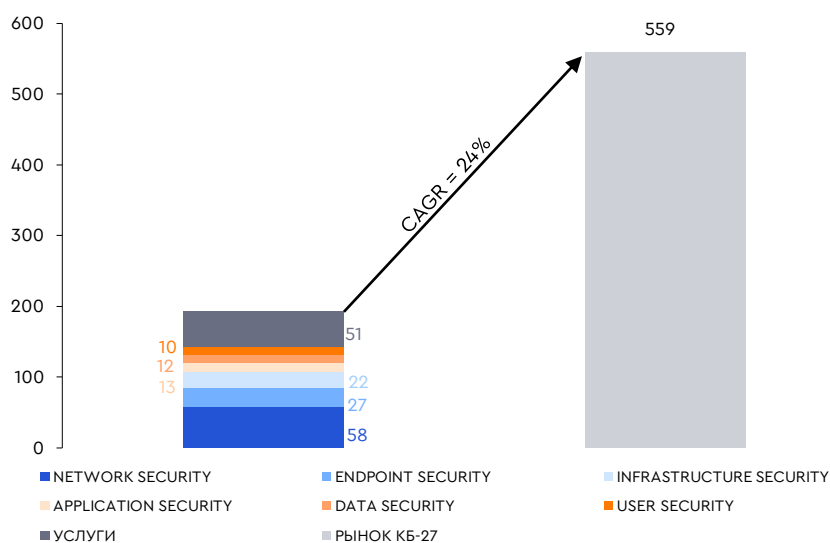
Источник: ЦСР

Ключевыми сегментами для Positive Technologies являются средства защиты инфраструктуры и приложений. В частности, в 2022 г. компания оценивала долю своих продуктов в различных подсегментах рынка кибербезопасности следующим образом:

- системы управления уязвимостями (MaxPatrol 8, MaxPatrol VM) – 60–70%;
- средства управления событиями ИБ (MaxPatrol SIEM) – 30–40%;
- межсетевые экраны уровня веб-приложений (PT Application Firewall) – 35–40%;
- безопасность промышленных систем (PT ISIM) – 20–30%;
- сканеры исходного кода (PT Application Inspector) – 10–20%.

В настоящий момент Positive Technologies занимается разработкой межсетевого экрана нового поколения (next generation firewall), который планируется к коммерческому выпуску в 2024 г.

Объем российского рынка кибербезопасности по сегментам, 2022-2027гг, млрд руб.

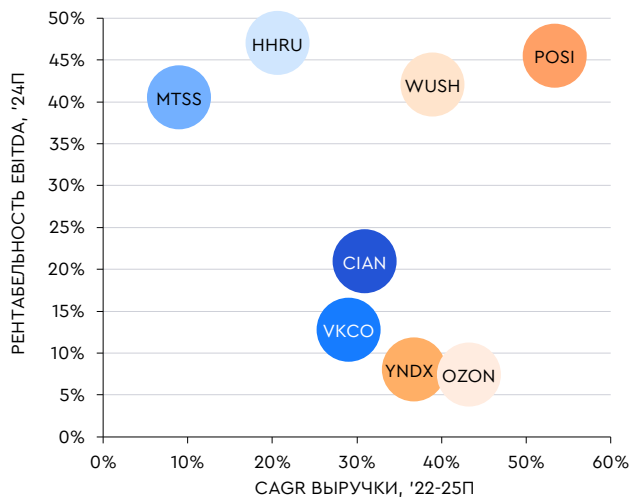


Источник: ЦСР

Позиционирование внутри вселенной российских технологических компаний

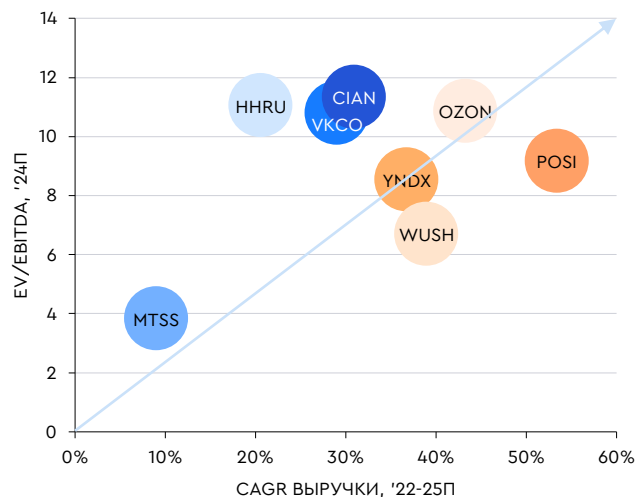
По нашим прогнозам, Positive Technologies будет демонстрировать самые высокие темпы роста среди публичных компаний сектора TMT при рентабельности выше среднеотраслевого уровня. При этом по мультипликатору «EV/EBITDA» компания торгуется с дисконтом к среднеотраслевым значениям, особенно принимая во внимание более высокий темп роста.

Рост против рентабельности российских IT-компаний



Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

Сравнительная стоимость российских IT-компаний



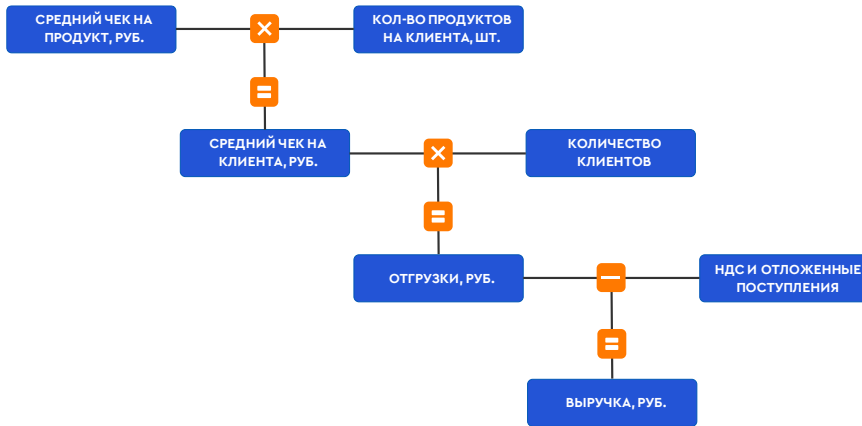
Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

ПРОГНОЗНАЯ МОДЕЛЬ

Выручка

Выручка Positive Technologies формируется за счет продажи продуктов и услуг корпоративным клиентам. Наряду с выручкой компания раскрывает управленческий показатель «Отгрузки», который более четко отражает структуру денежных потоков. Схематично процесс формирования выручки можно изобразить следующим образом:

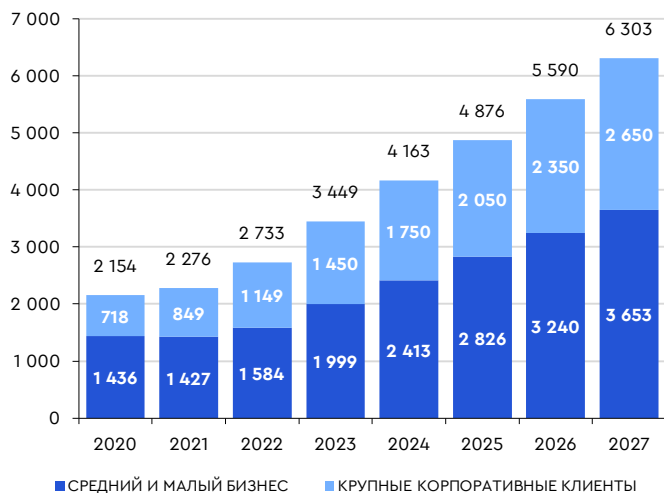
Процесс формирования выручки



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

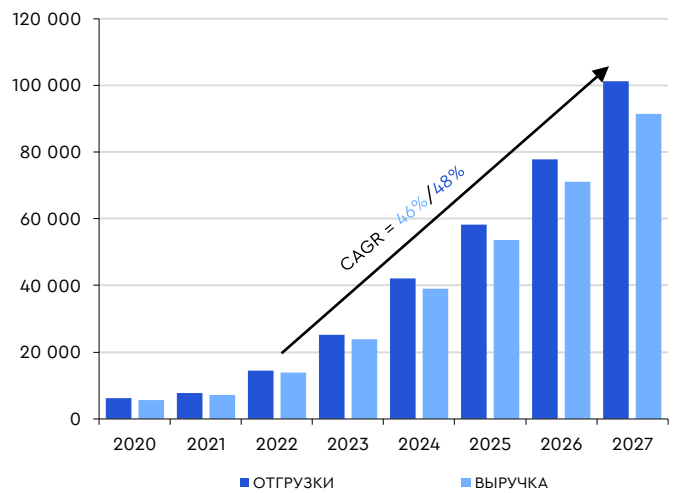
Positive Technologies разделяет клиентов на две группы: крупные (со средним чеком более 10 млн руб. в год) и МСП. Несмотря на то, что по количеству группа крупных клиентов меньше, чем МСП, она формирует 99% выручки. Поэтому целесообразно рассматривать эту группу как основную базу для расчета. При этом группу МСП в какой-то степени можно расценивать в качестве «резерва», поскольку часть таких клиентов со временем будет увеличивать расходы на кибербезопасность и войдет в основную группу. По нашим оценкам, выручка Positive Technologies в 2023-2027 гг. будет расти среднегодовым темпом 46% и в 2027 г. превысит 90 млрд руб.

Количество клиентов, 2020-2027П



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика отгрузок/выручки, 2020-2027П

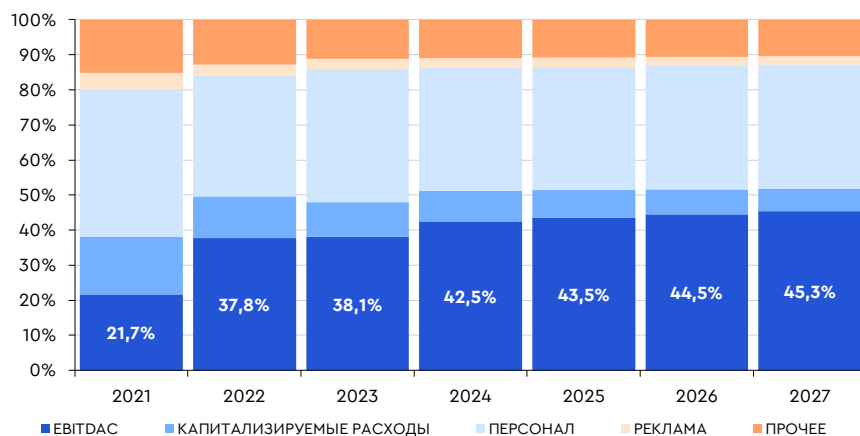


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Операционные расходы

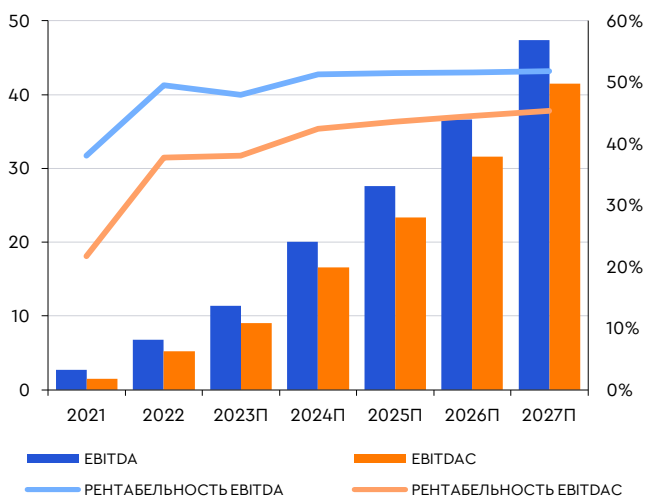
Основной статьёй расходов являются расходы на персонал, которые в 2018–2022 гг. составляли примерно 70% от общей суммы расходов. В 2023 г. Positive Technologies объявил об усилении направления исследований и разработки путем найма новых сотрудников. Помимо этого, в 2К23 состоялось масштабное мероприятие Positive Hack Days 12, сумма расходов на которое, по нашим оценкам, составила 500 млн руб. Мы ожидаем, что в 2023 г. рентабельность EBITDAS останется на уровне прошлого года, а начиная с 2024 г. начнется ее планомерный рост до уровня 45% к 2027 г.

Динамика операционных расходов и рентабельности, 2021-2027П



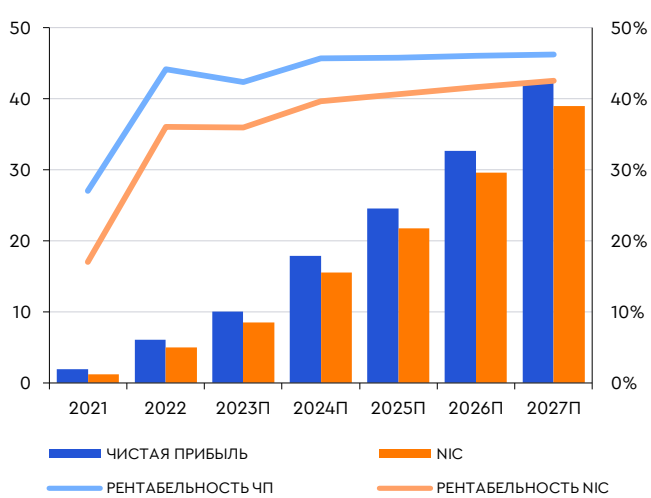
Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика EBITDA и EBITDAS



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика чистой прибыли и NIS

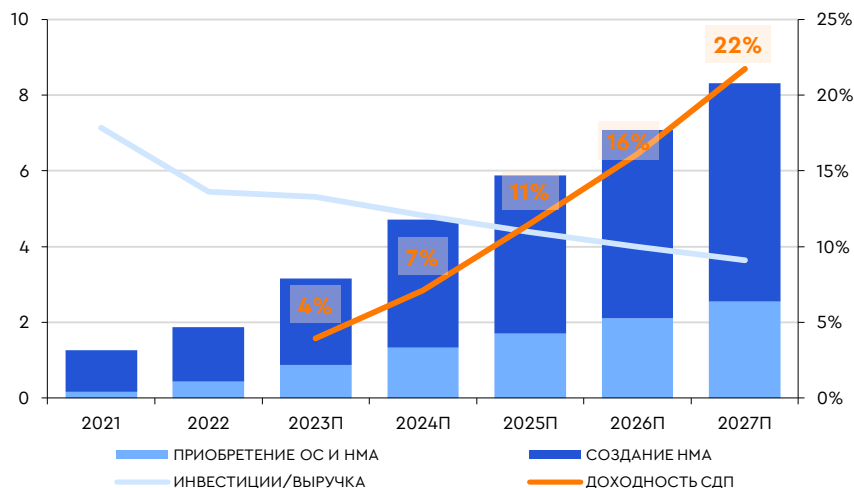


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Инвестиции и свободный денежный поток

В 2021-2022 гг. отношение капитальных расходов к выручке составляло 14–18%, а основной их статьей было создание нематериальных активов (капитализируемые расходы на разработку новых продуктов). Мы прогнозируем, что инвестиционная нагрузка по мере роста масштаба бизнеса будет постепенно снижаться, и к 2027 г. отношение капвложений к выручке составит 9%. В таком случае доходность СДП вырастет с ожидаемых в 2023 г. 4% до 22% к 2027 г.

Динамика капитальных расходов и СДП

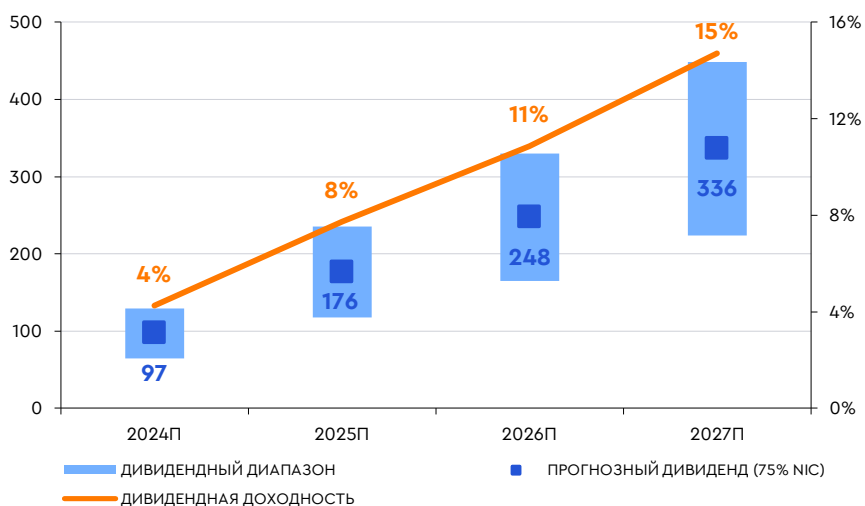


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Дивиденды

Согласно дивидендной политике, Positive Technologies выплачивает 50–100% от скорректированного показателя чистой прибыли (НИС) в виде дивидендов. В 2023 г. компания суммарно выплатила 56,82 руб. на акцию, что соответствует коэффициенту выплат 75% от НИС прошлого года. По нашим прогнозам, в случае сохранения коэффициента выплат на уровне 75%, в 2024 г. дивиденд на акцию составит 97 руб. (доходность 4%), а к 2027 г. вырастет до 336 руб. (доходность 15%).

Прогноз дивидендов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

ОЦЕНКА

Методика оценки

Для оценки справедливой стоимости Positive Technologies мы использовали трехфазный метод дисконтирования денежных потоков.

1. Денежные потоки на стадии активного роста (2022–2027 гг.) рассчитываются на основании прогнозной модели.
2. На переходной стадии (2028–2031 гг.) рост финансовых показателей приводится к терминальным значениям. CAGR выручки и EBITDA на этом этапе составляет 12%.
3. На постпрогнозной стадии мы используем терминальный темп роста на уровне 4%, который является базовым для оценки компаний технологического сектора по нашей методологии.

Параметры, используемые в модели дисконтирования, указаны в таблице.

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, млн руб.

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
EBITDA	11 381	20 057	27 601	36 650	47 349
(-) Налог	-102	-180	-248	-330	-427
(+/-) Изменение оборотного капитала	-2 052	-3 931	-3 471	-4 189	-4 972
(-) Инвестиции	-2 910	-4 309	-5 319	-6 338	-7 351
(-) Лизинг, проценты	-185	-225	-343	-434	-560
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	6 133	11 411	18 220	25 359	34 039
ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	6 133	9 511	12 657	14 684	16 428

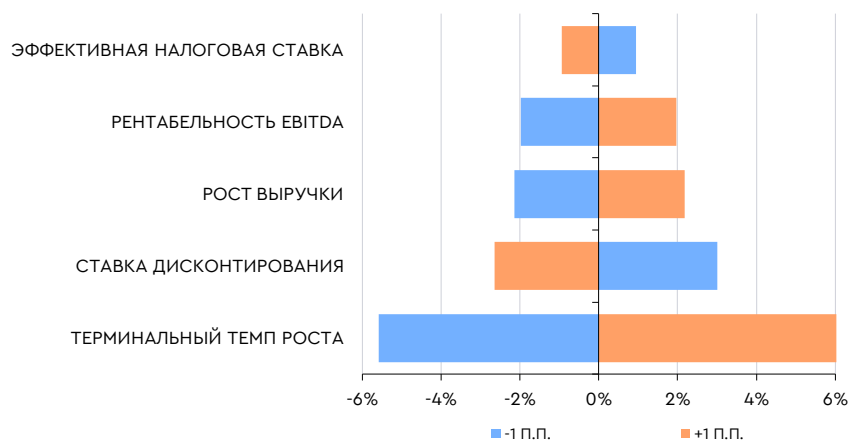
Источник: оценки Газпромбанка

Оценка справедливой стоимости

Приведенная стоимость денежных потоков, млн руб.	43 877
+ Стоимость переходного периода, млн руб.	84 071
+ Стоимость терминального периода, млн руб.	89 822
Стоимость акционерного капитала, млн руб.	217 770
Количество акций в обращении, млн	66
Целевая цена, руб.	3 300
Текущая цена, руб.	2 283
Потенциал роста/(падения)	45%

Источник: оценки Газпромбанка

Анализ чувствительности



Источник: оценка Газпромбанка

Сравнительный метод: рыночные мультипликаторы

Мы рассмотрели рыночные мультипликаторы международных компаний-аналогов для более полного анализа уровня справедливой стоимости Positive Technologies. Мы также применили к рыночным мультипликаторам международных компаний дисконт, основанный на дифференциале безрисковых ставок, чтобы учесть валютные и страновые риски.

С учетом страновых факторов Positive Technologies торгуется с дисконтом к международным аналогам в 13% по коэффициенту «EV/ЕБИТДА '24П» и 33% по «P/E '24П». На наш взгляд, с учетом более высокого темпа роста российского рынка по сравнению с мировым, Positive Technologies заслуживает премии к аналогам с поправкой на страновые факторы.

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов

КОМПАНИЯ	СТРАНА	EV/ЕБИТДА		P/E	
		2023П	2024П	2023П	2024П
Fortinet	США	28,4x	23,6x	38,0x	31,9x
Palo Alto	США	29,1x	23,6x	38,8x	31,6x
CheckPoint	Израиль	9,9x	9,7x	16,6x	16,1x
Gen Digital (Symantec)	США	9,2x	8,7x	9,6x	8,2x
Rapid7	США	31,1x	24,6x	33,6x	22,1x
Qualys	США	21,3x	19,9x	32,7x	30,6x
Splunk	США	27,7x	23,9x	33,8x	29,4x
Venustech Group	Китай	22,5x	16,6x	24,8x	18,4x
NSFocus Technologies	Китай	21,1x	16,1x	47,1x	33,2x
TopSec Network Security	Китай	14,9x	9,8x	24,6x	15,6x
Медиана		21,9x	18,3x	33,2x	25,8x
Positive Technologies		13,4x	7,6x	15,0x	8,4x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов с учетом дисконта

КОМПАНИЯ	СТРАНА	EV/EBITDA		P/E	
		2023П	2024П	2023П	2024П
Fortinet	США	13,9x	11,6x	18,6x	15,6x
Palo Alto	США	14,3x	11,6x	19,0x	15,5x
CheckPoint	Израиль	5,2x	5,1x	8,7x	8,4x
Gen Digital (Symantec)	США	4,5x	4,3x	4,7x	4,0x
Rapid7	США	15,2x	12,1x	16,5x	10,8x
Qualys	США	10,4x	9,7x	16,0x	15,0x
Splunk	США	13,6x	11,7x	16,6x	14,4x
Venustech Group	Китай	10,2x	7,6x	11,3x	8,4x
NSFocus Technologies	Китай	9,6x	7,3x	21,4x	15,1x
TopSec Network Security	Китай	6,8x	4,5x	11,2x	7,1x
Медиана		10,3x	8,7x	16,2x	12,6x
Positive Technologies		13,4x	7,6x	15,0x	8,4x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Исторические и прогнозные финансовые результаты

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ И УБЫТКАХ	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	CAGR 2022-27П
ВЫРУЧКА	7 076	13 775	23 752	39 086	53 608	70 977	91 464	46%
Себестоимость	-862	-1 302	-2 189	-3 352	-4 592	-6 090	-7 863	
Исследования и разработки	-889	-1 324	-2 377	-3 685	-5 033	-6 635	-8 516	
Коммерческие расходы	-1 804	-3 119	-5 600	-8 679	-11 854	-15 626	-20 059	
Административные расходы	-1 395	-1 742	-3 128	-4 848	-6 621	-8 728	-11 204	
Прочие доходы/(расходы)	-45	-187	-335	-519	-709	-935	-1 200	
Операционная прибыль	2 081	6 101	10 124	18 002	24 800	32 962	42 622	48%
Финансовые доходы/(расходы) и прочие	-53	-11	27	42	13	46	83	
Прибыль до налогообложения	2 028	6 091	10 151	18 044	24 813	33 008	42 705	48%
Налог на прибыль	-114	-3	-102	-180	-248	-330	-427	
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	1 914	6 088	10 049	17 863	24 565	32 678	42 278	47%
ЕБИТДА	2 698	6 824	11 381	20 057	27 601	36 650	47 349	47%
Рентабельность	38,1%	49,5%	47,9%	51,3%	51,5%	51,6%	51,8%	
ЕБИТДАС	1 535	5 206	9 054	16 610	23 346	31 580	41 468	51%
NIC	1 207	4 963	8 540	15 511	21 797	29 575	38 934	51%
БАЛАНС								
Внеоборотные активы	5 157	6 311	8 361	11 569	15 358	19 620	24 224	31%
Дебиторская задолженность	3 293	6 927	11 944	19 655	26 958	35 692	45 994	
Прочие оборотные активы	157	182	313	515	706	935	1 205	
Денежные средства и эквиваленты	765	4 122	6 088	7 471	11 933	19 078	29 683	
Оборотные активы	4 215	11 231	18 345	27 641	39 597	55 706	76 882	47%
АКТИВЫ	9 372	17 542	26 706	39 210	54 955	75 326	101 107	42%
Акционерный капитал и резервы	33	33	33	33	33	33	33	
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	3 470	8 265	14 323	22 833	34 543	50 124	70 289	
КАПИТАЛ	3 503	8 298	14 356	22 866	34 576	50 157	70 322	53%
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	5 191	7 086	9 334	11 971	
Кредиторская задолженность	1 504	2 087	3 725	5 832	7 961	10 486	13 449	
Прочие краткосрочные обязательства	1 463	1 958	1 968	1 980	1 992	2 006	2 023	
Краткосрочные обязательства	4 450	5 903	9 009	13 002	17 038	21 827	27 443	36%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	5 869	9 244	12 350	16 344	20 380	25 168	30 785	27%
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	9 372	17 542	26 706	39 210	54 955	75 326	101 107	42%
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДС								
Прибыль до налогообложения	2 028	6 091	10 151	18 044	24 813	33 008	42 705	
Износ и амортизация	623	735	1 125	1 511	2 091	2 819	3 704	
Прочие неденежные корректировки	315	107	-27	-42	-13	-46	-83	
Изменение оборотного капитала	-653	-2 541	-2 052	-3 931	-3 471	-4 189	-4 972	
Сальдо процентных и налоговых доходов/(расходов)	-241	-141	-74	-139	-235	-284	-344	
Операционный денежный поток	2 073	4 250	9 122	15 442	23 185	31 309	41 009	57%
Приобретение ОС и НМА	-169	-444	-877	-1 340	-1 710	-2 112	-2 545	
Создание НМА	-1 093	-1 431	-2 281	-3 378	-4 170	-4 969	-5 763	
Прочая инвестиционная деятельность	0	0	0	0	0	0	0	
Инвестиционный денежный поток	-1 262	-1 875	-3 158	-4 718	-5 880	-7 081	-8 308	35%
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	811	2 376	5 964	10 724	17 305	24 227	32 701	69%
Дивиденды	-933	-1 291	-3 750	-8 932	-12 282	-16 339	-21 139	
Финансовый денежный поток	-497	984	-3 999	-9 341	-12 843	-17 082	-22 096	
Чистый денежный поток	314	3 359	1 966	1 384	4 461	7 146	10 605	26%
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	451	765	4 122	6 088	7 471	11 933	19 078	
Денежные средства и эквиваленты на конец периода	765	4 122	6 088	7 471	11 933	19 078	29 683	

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