

«Группа Позитив» — простая история роста

Показатели улучшились во II квартале 2023 года, 25.07.2023

ПОКУПКА

Цель на горизонте 12 месяцев

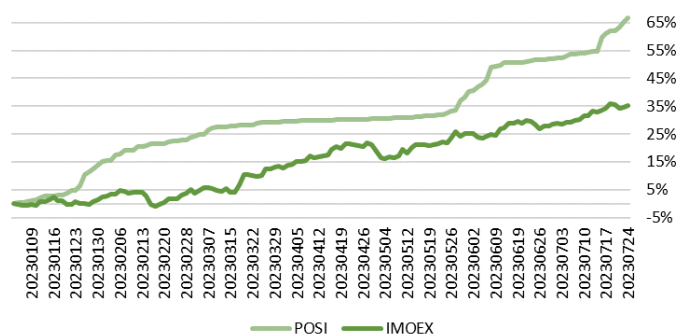
2500 руб.

BUY

Московская биржа		POSI	2 145 P	
Капитализация		млрд	144 P	
Финансовые показатели		2021	2022	2023П
Выручка, млн P	7 076	13 775	19 988	
Изменение, %	28%	95%	50%	
ЕБИТДА, млн P	2 698	6 640	9 679	
Маржа, %	38%	48%	48%	
Чистая прибыль, млн P	1 914	6 088	7 501	
Маржа, %	27%	44%	38%	
Мультипликаторы		2021	2022	2023П
P/B	16	10	12,4	
P/S	8	6	9,5	
P/E	30	14	22,0	
P/FCF	70	35	31,3	
EV/S	8,3	6,1	8,3	
EV/ЕБИТДА	20	13	17,1	
Net debt/ЕБИТДА	0,5	0,1	0,1	
ROA	20%	35%	33%	
ROE	55%	73%	56%	

Источник: данные эмитента, расчёты «Цифра брокер»
По состоянию на 25.07.2023

Динамика котировок с начала года



Даниил Болотских 8 (800) 100 40 82
Аналитик research@cifra-broker.ru

Результаты Positive Technologies (POSI) за II квартал 2023 года отражают динамичный рост бизнеса и превосходят по ряду показателей ожидания менеджмента группы.

Во II квартале 2023 года выручка группы увеличилась на 49% по сравнению с тем же периодом прошлого года, до 3,157 млрд руб. Валовая прибыль отгрузок компании достигла 4,4 млрд руб., повысившись на 45%. На новые отгрузки пришелся 51% в общей структуре отгрузок, что может говорить о расширении клиентской базы и количества продуктов компании. Операционные результаты очевидно улучшились по сравнению с I кварталом 2023 года, когда выручка снизилась на 2% (до 1,2 млрд руб.), а показатель ЕБИТДА оказался в области отрицательных значений на фоне сезонного фактора. Традиционно основное количество отгрузок происходит во второй половине года, ближе к IV кварталу, поэтому в оставшиеся до конца года месяцы можно ожидать дальнейшего улучшения показателей.

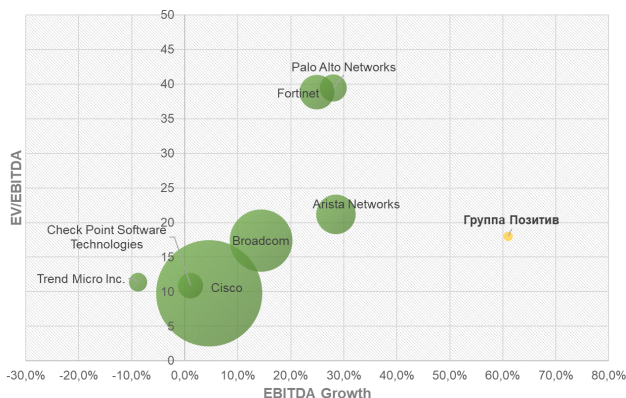
Тем не менее показатель ЕБИТДА по итогам первых шести месяцев 2023 года ушел в минус 17,1 млн руб. (684 млн руб. за шесть месяцев 2022 года). В период с 1 января по 31 июня маркетинговые и коммерческие расходы увеличились в два раза по сравнению с тем же периодом прошлого года, до 2,4 млрд руб.; на 65% (до 934 млн руб.). Впрочем, такая ситуация характерна для компании роста, и мы предпочитаем оценивать Positive Technologies через призму опережающих показателей.

По оценкам Центра стратегических разработок (ЦСР), в ближайшие 5 лет отечественный рынок информационной безопасности вырастет с 185,9 млрд руб. до 469 млрд руб. (в 2,5 раза) при среднегодовом темпе роста (CAGR) рынка в 2026 году в размере 20%. Мы оцениваем темпы роста выручки Positive Technologies выше рыночных в 2023 и 2024 годах и в соответствии с рыночными в последующие годы. Таким образом, к 2026 году компания может занимать около 10% рынка информационной безопасности в России.

Росту будут способствовать органическое развитие ключевого продукта MaxPatrol и собственная разработка NGFW (Next Generation Firewall, файрвол следующего поколения), релиз которой намечен на конец этого года. Успешное развитие продукта позволит конкурировать с мировыми лидерами в сфере информационной безопасности: Palo Alto, Fortinet, Check Point. По данным исследования «Код безопасности», рынок NGFW будет расти опережающими темпами и в 2023 году увеличится почти в 1,5 раза, до 24 млрд руб.

«Группа Позитив» — простая история роста

Показатели улучшились во II квартале 2023 года, 25.07.2023

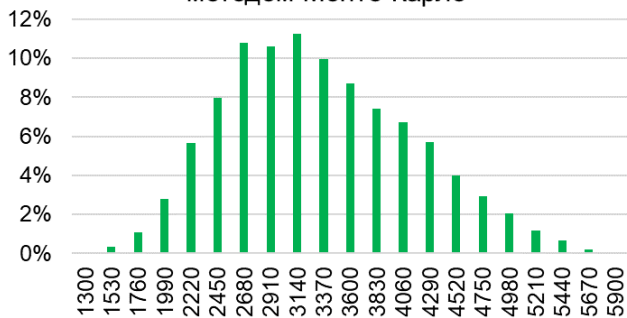


Сравнительная оценка. Из представленных на российском рынке публичных компаний сегмента информационной безопасности Positive Technologies можно сравнить, пожалуй, только с «Софтлайн». Поэтому для проведения сравнительной оценки мы использовали выборку из международных компаний-аналогов. Palo Alto, Fortinet, Check Point Software — одни из крупнейших по капитализации и хорошо известных представителей отрасли. Каждая из этих компаний занимается собственными уникальными разработками, а по специфике к Positive Technologies наиболее близка Fortinet, которая занимает лидирующие позиции в области решений SIEM.

Выборка компаний характеризуется достаточно широким диапазоном их коэффициентов EV/EBITDA. Ближе к верхней границе диапазона расположились лидеры отрасли, которые демонстрируют достаточно высокие годовые темпы роста EBITDA (около 30%). Для них характерны и самые высокие коэффициенты EV/EBITDA, на уровне са~40. На другой стороне спектра компании с низкими коэффициентами EV/EBITDA (са~10-15), которые показывают невысокие (не более 10%) или даже отрицательные годовые темпы роста EBITDA.

Для Positive Technologies характерны высокие годовые темпы роста EBITDA (более 50%), в то время как коэффициент EV/EBITDA находится в середине второго десятка.

Распределение вероятностей цены методом Монте-Карло



Метод Монте-Карло. Так как сравнительный анализ очень чувствителен к выборке аналогов, мы не стали опираться только на одно среднее или медианное значение. Мы взяли три опережающих показателя — EV/EBITDA, EV/Revenue и P/S (чтобы нивелировать влияние чистого долга) компаний-аналогов (16 компаний) и, учитывая минимальные, максимальные и медианные значения среди конкурентов, построили модель Монте-Карло с треугольным распределением. Симуляция на 10 000 вариантов (в «Цифра брокер» мы любим работать с цифрами) показала, что с вероятностью 80% справедливая цена на основе сравнительного анализа превышает 2500 руб. за акцию и с вероятностью 91% превышает текущую цену 2145 руб. за акцию.

Таким образом, мы находим привлекательными акции Positive Technologies и присваиваем им рекомендацию «Покупать» с целевым ориентиром 2500 руб., который в дальнейшем может быть пересмотрен в сторону повышения, учитывая высокие темпы роста Positive Technologies в 2024 и в последующие годы по оценке самой компании.

ЦИФРА брокер

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.