



Positive Technologies

От лидера российского рынка ИБ к компании мирового масштаба

Вывод

Мы возобновляем аналитическое покрытие Positive Technologies с рекомендацией **ВЫШЕ РЫНКА** и целевой ценой на 12 мес. на уровне 4 100 руб. Несмотря на скромную динамику отгрузок в 1П24, мы ожидаем, что компания достигнет заявленных целей благодаря сформированной внушительной линейке зрелых и новых продуктов, а также притоку новых заказчиков. РТ четко заявляет о долгосрочных амбициях по выходу на уровень лидеров мирового рынка продуктов кибербезопасности, и наш прогноз предполагает, что с выручкой более \$1,0 млрд компания может войти в десятку крупнейших глобальных игроков уже по итогам 2026 г. Залогом конкурентоспособности является реализация преимуществ компании-визионера на рынке ИБ и непрерывное развитие продуктового портфеля. Наш анализ показывает потенциал роста бумаги более чем на 20% с текущих уровней даже с учетом фактора будущих допэмиссий. Наша целевая цена предполагает потенциал роста котировок на 41%.

Инвестиционный анализ

От бутика в сфере ИБ до ведущего игрока российского рынка и далее к компании глобального масштаба. Несмотря на скромную динамику отгрузок в 1П24 (+8% г/г), мы уверены в достижении компанией ее плановых показателей и оцениваем годовой объем отгрузок в 46,6 млрд руб. – рост в 6 раз по сравнению с 2021 годом, когда РТ вышла на биржу. На ближайшие пять лет мы прогнозируем рост отгрузок в среднем на 50% в год; для сравнения, ЦСР прогнозирует рост рынка ИБ в среднем на 21% в год. Основные драйверы значительного опережения рынка – уникальный диверсифицированный и постоянно пополняемый портфель продуктов, приток новых клиентов (компания таргетирует более 2 000 новых клиентов в 2024-25 гг.), а также проактивный выход на зарубежные рынки. Наш прогноз предполагает, что по отгрузкам РТ приблизится к порогу в \$1,0 млрд уже в следующем году, а в 2026 г. имеет потенциал войти в топ-10 мировых лидеров ИБ по выручке.

Принимаем во внимание усиление сезонности. Резкая сезонность бизнеса в IT-секторе является фактором, который может сдерживать рост акций компаний сектора на протяжении большей части года: отчетность первых трех кварталов не дает инвесторам качественной индикации годового результатов. По мере роста бизнеса, который сопровождается выводом на рынок более сложных продуктов, требующих более длительного этапа пилотов и продаж, а также увеличением доли крупных заказчиков, бизнес РТ будет демонстрировать все большее смещение в сторону последнего квартала года. В 2024 г. доля четвертого квартала в годовых отгрузках может достичь 70%, по сравнению с 65% в прошлом году. Мы считаем, что инвесторы могут использовать фактор сезонности через bottom-fishing в бумаге во втором и третьем кварталах года.

План допэмиссий: не риск, а инструмент реализации дополнительных резервов роста. Наш анализ сценариев будущих допэмиссий акций показывает, что вероятность увеличения капитала на 15% ежегодно является достаточно невысокой – размер размещений будет определяться возможностями РТ по эффективному вложению средств в рост бизнеса. На наш взгляд, оптимальным с точки зрения амбиций компании и интересов миноритарных акционеров можно было бы считать увеличение капитала на 8-10% в год. При любом сценарии допэмиссий мы не видим риска снижения стоимости вложений инвесторов, так как привлечение нового капитала должно конвертироваться в превышение ожиданий по росту.

Оценка

Акции POSI торгуются с 2024-25П EV/EBITDA 10,5-5,8x - премия 7% к медианному уровню аналогов на базе 2024П и дисконт 17% на базе 2025П. Вмененный мультипликатор предполагает увеличение премии к аналогам по 2024П EV/EBITDA до 50%, а также премию по 2025П EV/EBITDA на уровне 15%.

Рынок акций
Информационные технологии
15 августа 2024 г.

Рекомендация / целевая цена

Тикер	POSI RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	2 911,4
Целевая цена	4 100
Потенциал роста	41%

Источник: CBonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 13 августа 2024 г.

Динамика акций с начала года



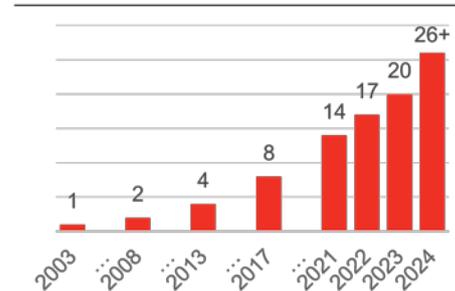
Источник: CBonds, Альфа-Банк

Отгрузки и EBITDA, млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Портфель продуктов и решений, ед.



Источник: данные компании



Три вопроса к POSI. На протяжении последних 12 месяцев основные вопросы, которые рыночные инвесторы адресовали компании Positive Technologies, заключались в следующем:

- После того, как компания продемонстрировала впечатляющее увеличение масштабов бизнеса в 4 раза за последние три года, каковы резервы дальнейшего кратного роста, учитывая достигнутые солидные масштабы?
- Какова стоимость опережающего роста для компании (с точки зрения величины необходимых инвестиций и влияния на денежный поток)?
- Какова перспектива владения бумагой для инвесторов, учитывая планы ежегодной дополнительной эмиссии акций?

Ниже мы представляем наш взгляд на актуальные вопросы.

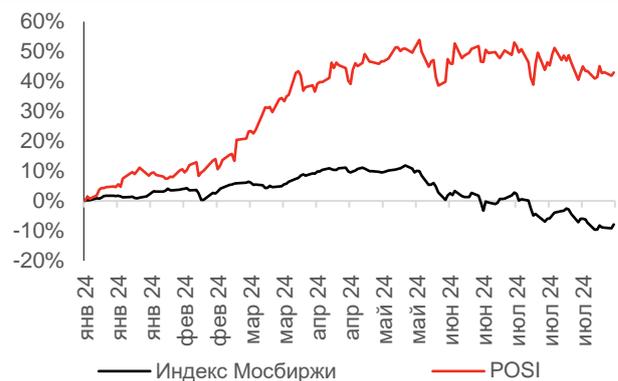
Уверенная динамика котировок YTD. Котировки POSI выросли с начала текущего года на 43%. На пике бумага показывала рост с начала года на 54%. По динамике акций за прошедшие 7,5 месяцев 2024 года компания опередила все остальные бумаги в секторе за исключением Яндекса.

Рис. 1: Динамика акций POSI с 2023 г.



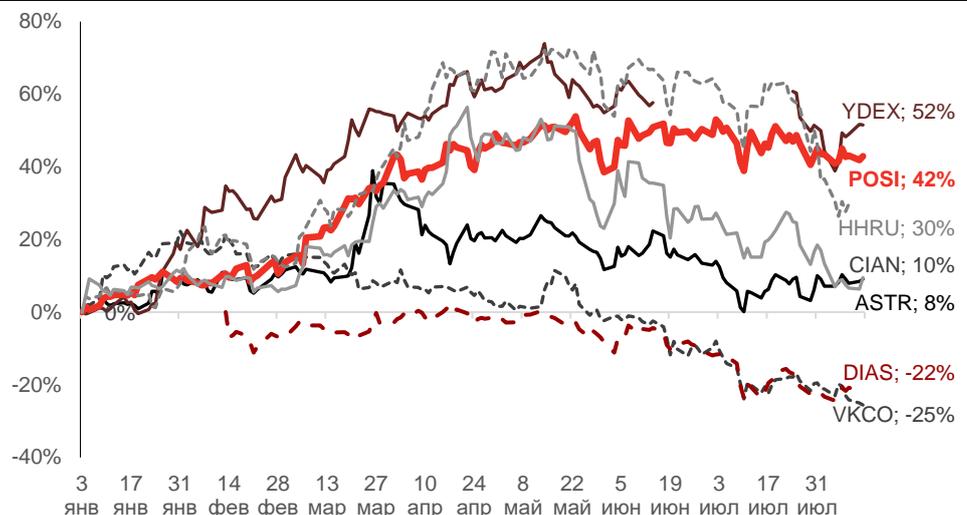
Источник: данные компании

Рис. 2: Изменение цены акций POSI по сравнению с индексом Мосбиржи



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Рис. 3: Динамика акций компаний сектора с начала 2024 года



Источники: Сbonds, Альфа-Банк

Формула роста x2+

В 2024 г. формула быстрого роста Positive Technologies трансформировалась из актуальной ранее «Удвоение бизнеса каждые два года» в «Рост с как минимум двукратным превышением темпов российского рынка кибербеза». Мы считаем, что такая «донастройка» основного ориентира РТ является разумной, учитывая как достигнутые масштабы бизнеса самой компании, так и масштабы отечественного сегмента рынка решений ИБ. Текущая формула опережающего роста бизнеса включает три ключевых составляющих:

Драйверы экстра-роста

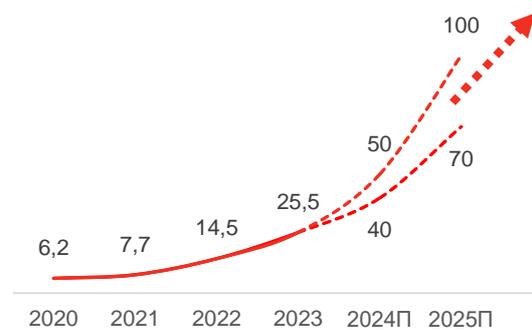
- добавление в продуктовый портфель востребованных рынком прорывных продуктов;
- привлечение большого числа новых клиентов в РФ и СНГ;
- реализацию значительных возможностей, предоставляемых рынком ИБ дружественных стран.

Рис. 4: Формула роста Positive Technologies



Источник: данные компании

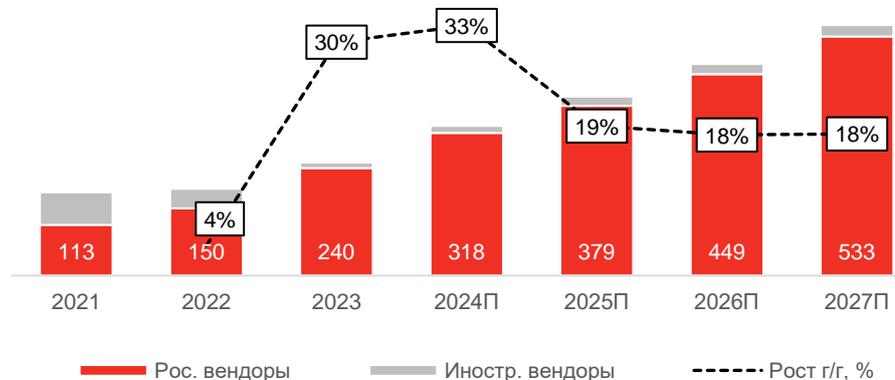
Рис. 5: Динамика отгрузок, млрд руб. с НДС



Источник: данные компании

По данным ЦСР, в 2023 г. рынок продуктов и услуг ИБ составил около 250 млрд руб. Сегмент вендоров вырос на 30-33% г/г, сегмент интеграторов – на 33-35% г/г. На 2024 г. ЦСР прогнозирует продолжение роста российского рынка ИБ – на 30-35%. Текущий прогноз предполагает рост в последующие годы примерно на 20%.

Рис. 6: Объем рынка кибербезопасности в России, млрд руб.



Источник: Центр стратегических разработок

Активное развитие продуктового портфеля в соответствии с передовыми технологическими трендами

Широкая продуктовая линейка. На текущий момент Positive Technologies имеет один из самых широких продуктовых портфелей среди российских ИБ-компаний – портфель включает более 26 продуктов и решений. Это стало результатом непрерывных активных инвестиций в R&D, фокусом которых является разработка новых продуктов и решений для противодействия более широкому спектру киберугроз, выстраивания экосистемы продуктов PT, непрерывное наполнение экспертизой существующих продуктов, а также перспективные разработки. Последние несколько лет продуктовый портфель PT ежегодно прирастает несколькими новыми продуктами.

Рис. 7: История запуска продуктов



Источник: данные компании

Рис. 8: Текущий продуктовый портфель компании



Источник: данные компании



*Непрерывное
наполнение
экспертизой*

Непрерывный поток релизов и обновлений... Начиная с 3Q23 компания анонсировала старт продаж целого ряда новых продуктов и сервисов:

- октябрь 2023: новый продукт для выявления киберугроз на конечных устройствах и серверах и реагирования на них — MaxPatrol EDR;
- ноябрь 2023: PT Cloud Application Firewall — первый коммерческий облачный продукт Positive Technologies для защиты веб-приложений. Представляет собой межсетевой экран уровня веб-приложений (web application firewall, WAF);
- ноябрь 2023: продукт для защиты контейнерных сред PT Container Security в направлении application security;
- апрель 2024: сервис для проверки защищенности корпоративной электронной почты PT Knockin;
- май 2024: второй продукт линейки метапродуктов PT MaxPatrol Carbon;
- май 2024: аппаратная платформа межсетевого экрана нового поколения PT NGFW.

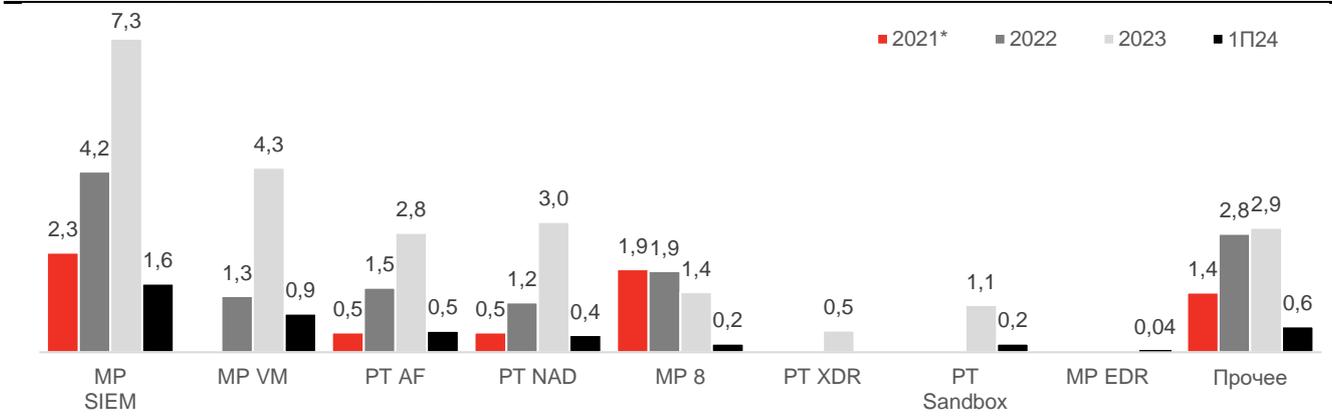
Кроме того, компания непрерывно совершенствует текущие продукты, что находит отражение в продуктовой структуре расходов на R&D, с одной стороны, и обеспечивает высокие темпы роста отгрузок этих продуктов, с другой.

- В октябре 2023 г. PT выпустила восьмую версию своего флагманского продукта – системы мониторинга событий ИБ и выявления инцидентов MaxPatrol SIEM. В числе ключевых изменений — снижение требований к аппаратному обеспечению, повышение производительности системы до обработки свыше 540 тыс. событий в секунду, а также увеличение до шести раз объема либо сроков хранения данных благодаря использованию СУБД собственной разработки — LogSpace. В июне нынешнего года PT выпустила новую версию MaxPatrol SIEM 8.2. (главное в новой версии — результативное выявление атак, ML-помощник и минимум рутины в работе аналитиков).
- В феврале 2024 г. компания выпустила обновление PT BlackBox — динамического анализатора приложений, сканера безопасности, работающего методом чёрного ящика. Начиная с новой версии 2.7 продукт можно установить в изолированной сети компании. Также среди важных улучшений — на 90% повышена скорость сканирования сайтов на «1С-Битрикс», самой популярной коммерческой CMS в России.
- В апреле была представлена система анализа защищенности кода приложений PT Application Inspector версии 4.7. Главное в релизе — новые модули для языков C#, C, C++ и Objective-C с поддержкой работы в Linux.
- В мае 2024 г. вышла новая версия системы глубокого анализа трафика в технологических сетях PT Industrial Security Incident Manager (PT ISIM). В PT ISIM появились новые функции, которые ускоряют доставку правил и индикаторов угроз, а также повышают удобство администрирования системы. Кроме того, в продукт была добавлена поддержка протоколов ABB и «Энергомеры» для выявления опасных команд и аномалий.
- В июне вышел обновленный продукт MaxPatrol VM (топ-2 в отгрузках), который получил возможность анализировать защищенность веб-приложений и выявлять уязвимости в ПО, запущенном с помощью инструмента контейнеризации.

Больше «продуктов-миллиардеров»

...ускоряет конвейер «золотых миллиардов». По итогам 2023 г. шесть продуктов РТ продемонстрировали отгрузки выше 1,0 млрд руб. В 2021 г. таких продуктов было два, в 2022 г. – уже пять. В 2023 г. и 1П24 «миллиардеры» обеспечили 75% отгрузок. Быстрое увеличение количества зрелых «продуктов-миллиардеров» отражает развитие продуктового портфеля в соответствии с актуальными запросами рынка, сильное технологическое преимущество продуктов РТ по сравнению с конкурентами, а также эффективность выстроенных продаж. На наш взгляд, накопленная экспертиза и «машина продаж» позволяют ожидать на горизонте 2-3 лет высокого потенциала монетизации продуктов, находящихся сегодня на ранней стадии коммерциализации. В первую очередь, это касается продуктов MaxPatrol O2, MaxPatrol Carbon и РТ NGFW, которые сама компания называет драйверами опережающего роста по сравнению с темпами роста рынка ИБ в целом на горизонте 2024-2026 гг.

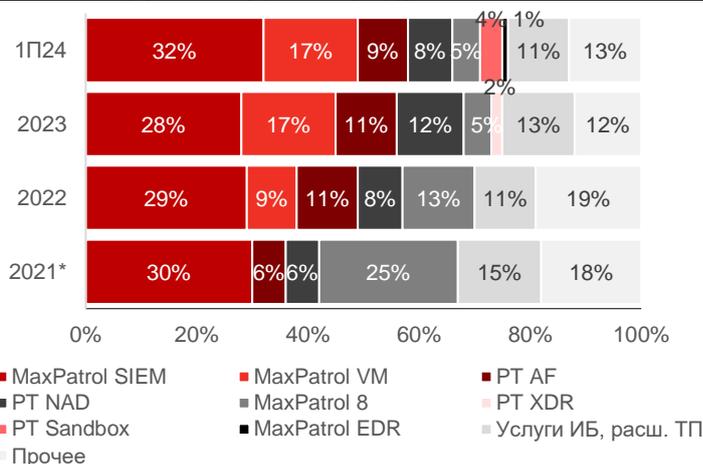
Рис. 9: Отгрузки с НДС по продуктам, млрд руб.



Источник: данные компании

Ввиду особенностей системы бюджетирования и цикла закупок дорогостоящих IT-решений на стороне заказчиков, начало массовых продаж продуктов, анонсированных в последние несколько месяцев, ожидается в конце 2024 года, а материальный вклад в общий показатель отгрузок – с 2025 года. По итогам 1П24 отгрузки MaxPatrol EDR составили 1% от совокупного объема (около 40 млн руб.), остальные новые продукты учитывались в составе «прочих» (в целом 13% отгрузок, 0,6 млрд руб.). В начале 2024 г. компания представила оценки потенциального объема («воронки») продаж новых продуктов. Для MaxPatrol EDR «воронка» составляла 0,5 млрд руб., РТ Container Security – 0,1+ млрд руб., РТ NGFW – 10+ млрд руб.

Рис. 10: Отгрузки с НДС по продуктам



MaxPatrol SIEM на протяжении ряда последних лет остается флагманским продуктом компании, на который ежегодно приходится около 30% отгрузок.

Доля первого enterprise-продукта MaxPatrol 8 сократилась с 25% в 2021 г. до 5%.

Второе место по доле в отгрузках занимает MaxPatrol VM. РТ NAD и РТ AF в 2023 г. сгенерировали более 10% отгрузок каждый.

По прогнозу менеджмента, отгрузки MaxPatrol SIEM в 2024 г. могут составить около 10 млрд руб., а на новые продукты придется 15% всех отгрузок.

Источник: данные компании



Четкий вектор дальнейшего развития. Positive Technologies выделяет следующие ключевые технологические тренды, которые определяют вектор дальнейшего развития продуктового портфеля и направление инвестиций в R&D:

Визионер рынка ИБ

- **Переход к гибридным облакам** подразумевает необходимость адаптации IT-решений и продуктов для защиты данных к работе в облачных и контейнерных средах.
- В связи с уходом западных вендоров одной из ключевых задач является создание эффективных российских **облачных технологий Application Security**. В ближайшие 1,0-1,5 года компания планирует дополнить линейку cloud-продуктов всеми технологиями защиты приложений, такими как анализ кода, защита контейнеров, динамический анализ и т. д.
- Обеспечение **безопасности инфраструктуры нового типа**: необходимость разработки специализированных решений для защиты контейнеров (Container Security) в связи с тем, что контейнеры и Kubernetes представляют собой гибкую и адаптивную инфраструктуру, объединяющую приложения и традиционную инфраструктуру, и традиционные методы защиты неэффективны для такой инфраструктуры.
- Внедрение технологий **машинного обучения (ML)** и больших языковых моделей (LLM) в процессы кибербезопасности позволяют заменить рутинную работу операторов центров реагирования на инциденты (SOC), существенно увеличить скорость и эффективность реакции на угрозы - сократить вероятность ошибок и повысить оперативность реагирования. В данном контексте текущим фокусом компании является создание среды и инструментария, которые позволят обучать собственные языковые модели для работы с более сложными экспертными данными. Одним из первых этапов такой работы стало создание собственного хранилища данных (data lake).
- Организации стремятся к созданию общих хранилищ данных (data lake) для эффективной автоматизации бизнес-процессов. **Безопасность данных** остается нерешенной задачей, особенно в контексте big data, где текущие решения не учитывают специфику и взаимосвязи между данными. Рынок нуждается в решениях, способных проводить интеллектуальную инвентаризацию и классификацию данных, определяя их критичность и векторы потенциальных атак. Positive Technologies сосредоточена на разработке такого инструмента в 2024 году, который бы интегрировался в Application Security и обеспечивал защиту наиболее критических данных.
- Разработка **генератора трафика** для тестирования систем на скорость позволит усовершенствовать текущие решения PT NGFW и PT NAD, а также другие системы, задачей которых является анализ трафика.
- Создание технологий **Network Access Control (NAC)** представляет собой подход к компьютерной безопасности, который стремится объединить технологию защиты конечных устройств (endpoint security), аутентификацию пользователя или системы, а также обеспечение сетевой безопасности.
- **Безопасность ОС**: с учетом того, что с каждым годом прикладное ПО становится все сложнее и разнообразнее, усложняется и задача по обеспечению безопасности и изоляции приложений со стороны ОС. Также в качестве значимых трендов отмечаются развитие интеграции ОС с аппаратными механизмами безопасности и развитие средств самозащиты ядра открытых ОС.

- **Безопасность блокчейн-проектов:** в ответ на угрозы отдел безопасности распределенных систем Positive Technologies исследует DeFi-проекты, методы экспертизы смарт-контрактов, а также не-EVM-блокчейны, востребованные в корпоративном секторе.

Важными пунктами текущей R&D-программы Positive Technologies являются: 1) разработка продукта автоматической оркестрации защитной инфраструктуры MaxPatrol 1-2-3, который дополнит линейку метапродуктов, 2) продолжение работы над PT NGFW, 3) разработка платформы MaxPatrol Platform и 4) создание DataLake – высокопроизводительной среды для исследований и экспериментов, которая позволит ускорить процесс новых продуктов в будущем. В среднем создание и тестирование каждой новой технологии занимает у компании два года. Это означает, что результаты инвестиций 2023-2024 годов конвертируются в ощутимый уровень отгрузок новых продуктов преимущественно в 2025-2026 годах.

Таблица 11: Продукты, анонсированные за последние 12 месяцев, и продукты в стадии разработки

Продукт	Описание	График релиза		
MaxPatrol EDR (Endpoint Detection & Response)	Выявление сложных угроз и целевых атак на конечных устройствах, реагирование и автоматизация рутинных операций с учетом особенностей инфраструктуры и процессов ИБ-заказчика	2023	Старт продаж	
PT Container Security	Решение для комплексной защиты инфраструктуры гибридного облака. Обеспечивает безопасность разработки программных систем, использующих механизма контейнерной виртуализации	март 2023 июнь 2023 3К23	MVP2 первый пилотный проект старт продаж	
PT Application Firewall Pro	Межсетевой экран прикладного уровня. PT AF PRO относится к межсетевым экранам типа «Г», имеет 4-й класс защиты и соответствует 4-му уровню доверия	2023	старт продаж (отгрузки в 2023 г. – 1+ млрд руб.)	
Единая экосистема метапродуктов	MaxPatrol O2	«Метапродукт-автопилот», объединяющий продукты Positive Technologies, которые работают как сенсоры, обмениваются знаниями и обеспечивают комплексную защиту IT-систем компании с минимальным вовлечением человека в процесс. Задача MP O2 – автоматизировать логику обнаружения атак, которые происходят в данный момент, и предложить действия с атакой (какой ландшафт скомпрометирован, куда скорее всего может и будут двигаться хакер)	2023	Первые отгрузки (100+ млн руб.)
	MaxPatrol Carbon	Контроль защищенности IT-инфраструктуры и бизнес-процессов. Постоянная комплексная аналитика IT-инфраструктуры, параметров и настроек PC-сетей. Формирует рекомендаций по обеспечению и поддержанию оптимального уровня безопасности, предлагает действия по изменению IT-инфраструктуры	ноябрь 2023 2024	первый анонс продукта / ранняя стадия внедрения выпуск коммерческой версии
	MaxPatrol 1-2-3	Автоматическая оркестрация защитной инфраструктуры. Работает в связке с MaxPatrol Carbon – устраняет замечания, сформулированные MaxPatrol Carbon	май 2024 2024	выход альфа-версии, несколько десятков запросов на пилотирование в российских компаниях выпуск MVP
PT NGFW	Межсетевой экран нового поколения – продукт на стыке ИБ и ИТ, является частью инфраструктуры. В России 70% спроса на NGFW предъявляют команды ИТ, 30% - команды ИБ. PT оценивает потенциальный спрос на PT NGFW в 100+ млрд руб., основной фактор – необходимость импортозамещения зарубежных аналогов. PT планирует занять не менее 50% рынка импортозамещенных NGFW Текущая версия продукта стабильно фильтрует трафик, а его производительность позволит успешно конкурировать с ведущими зарубежными аналогами	май 2023	показ на PHDays	
		ноябрь 2023	пилотные проекты с Early Adopters; внедрение в Positive Technologies	
		январь 2024	доступен для тестирования	
		май 2024 ноябрь 2024	первый коммерческий релиз второй коммерческий релиз	
Платформа MaxPatrol Platform	Единая экосистема сервисов для быстрой доставки возможностей результативной кибербезопасности; ориентирована на public/private/hybrid; доставка через MSSP. Позволяет синхронизировать настройки и управление различными продуктами PT, оптимизировать затраты на стороне заказчика	2023	начало разработки	
DataLake	Единая среда данных и знаний, генерируемых экспертами и исследователями PT; высокопроизводительная среда для исследований и экспериментов; место коллаборации исследователей			
ML-ready в продуктах PT	Расширение количества продуктов, использующих современные подходы к выявлению угроз и аномалий с использованием ИИ			
BAS	платформа для автоматических пентестов			
Новые продукты класса Threat Intelligence				
Новые модули продуктов классов Incident Management, Log Management, анализ Netflow				

Источник: данные компании, https://www.anti-malware.ru/analytics/Technology_Analysis/MaxPatrol-Carbon-BAS

Освоение емкости российского рынка

Драматическое расширение клиентской базы

В 2022 г. показатель отгрузок РТ увеличился на 6,8 млрд руб. При этом 2/3 нового спроса пришли от новых клиентов, которые активно покупали российские продукты ИБ на фоне ухода с рынка иностранных вендоров. Дополнительные бюджеты существующих клиентов распределились в равной степени между продлением лицензий и покупкой новых продуктов. В 2023 г. структура новых отгрузок значительно изменилась по сравнению с 2022 годом – половина новых бюджетов пришлась на существующих клиентов, которые активно покупали новые продукты РТ в дополнение к уже инсталлированным. Продление действующих лицензий составило 23%, а новые клиенты обеспечили 26% роста отгрузок. Мы связываем такую динамику с эффективным удержанием и высокой лояльностью заказчиков, которые начали покупать продукты РТ в 2022 г. в период крайне сложной ситуации на рынке. Доля продления лицензий увеличилась с 91% в 2022 г. до 94% в 2023 г. Результаты 2023 года отражают готовность клиентов увеличивать бюджеты, которые они тратят на дополнительные продукты РТ, что объясняется как объективными потребностями (расширение спектра и увеличение негативных последствий киберугроз), так и своевременным выводом на рынок новых продуктов со стороны компании.

Активные продажи дополнительных продуктов существующим клиентам свидетельствуют о сохраняющемся высоком потенциале монетизации текущей клиентской базы. В 2023 г. среднее количество продуктов на одного заказчика РТ составило 2,3. При этом крупные клиенты с годовым чеком 50+ млн руб. в среднем имели 4,2 инсталлированных продукта РТ, остальные клиенты – 1,7 продукта. По оценкам менеджмента, у заказчиков с длительным жизненным циклом потенциал проникновения составляет в среднем пять продуктов.

Дополнительным инструментом увеличения бюджетов существующих, а также новых клиентов, является программа **PT Financial Services**, в рамках которой компания совместно с банками-партнерами предоставляет финансирование крупных проектов по льготной процентной ставке. Целевой объем сделок, заключенных российскими заказчиками с использованием кредитного плеча, составляет 10 млрд руб.

Рис. 12: Инкрементальные отгрузки (с НДС)



Источник: данные компании

Средний и малый бизнес преобладает в активной клиентской базе РТ по количеству юридических лиц. При этом доля крупных клиентов за последние два года заметно увеличилась – с 30% в 2021 г. до 43% в 2023 г. Важным фактором притока новых крупных клиентов в этот период был уход с рынка иностранных вендоров.

Рис. 13: Количество активных клиентов



Источник: данные компании

В 2023 г. среднее количество продуктов на одного заказчика РТ составило 2,3. При этом крупные клиенты с годовым чеком 50+ млн руб. в среднем имели 4,2 инсталлированных продукта РТ, остальные клиенты – 1,7 продукта. Также компания приводила данные, согласно которым, холдинговые структуры имели в среднем 5,42 продукта РТ в 2023 г. против 4,19 в 2022 г. Сегмент «продажи в регионах и через канал» в среднем имел 1,53 инсталлированных продукта в 2022 г. и 1,63 в 2023 г. По оценкам менеджмента, у заказчиков с длительным жизненным циклом потенциал проникновения составляет в среднем пять продуктов. Соответственно, новые клиенты обычно закупают лицензии на 1-2 продукта, а с течением времени докупают дополнительные продукты, увеличивая базу инсталляций.

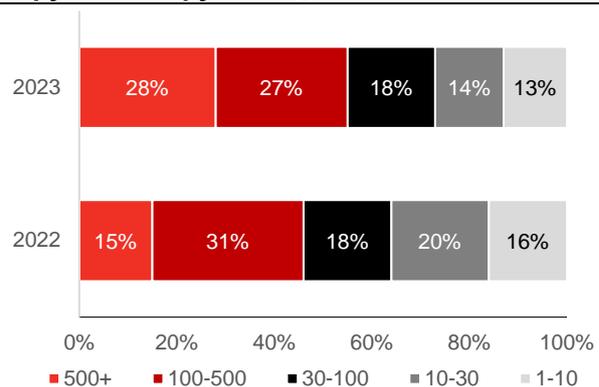
Рис. 15: Среднее количество продуктов на одного клиента



Источник: данные компании

Доля сверхкрупных клиентов в базе РТ в 2023 г. заметно увеличилась, что связано с участием компании в реализации крупных инфраструктурных проектов, в рамках которых покупаются не отдельные продукты, а комплексные решения инфраструктурной защищенности, которые предполагают высокий средний чек. Доля клиентов с чеком 500+ млн руб. в 2023 г. увеличилась до 28%.

Рис. 14: Сегментация клиентов по объему отгрузок, млн руб. в год

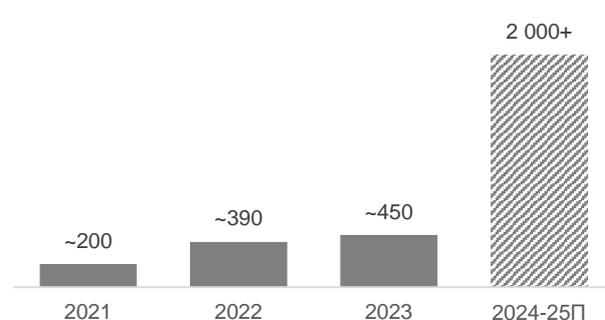


Источник: данные компании

Компания ставит целью привлечь как минимум 2 000 новых заказчиков уровня middle и upper small enterprise в РФ и СНГ к концу 2025 г. Для этих целей РТ трансформировала коммерческую функцию, создав две коммерческие дирекции (одна для крупных клиентов, вторая – для остального клиентского периметра). Активный приток новых клиентов – один из ключевых факторов, который позволит РТ сдвигать выход кривой роста «на плато» вправо.

По данным на конец мая, в «воронке» продаж 2024 г. компания уже имела более 2 000 юридических лиц, которые ранее никогда не покупали ее продукты. Соответственно, часть клиентов из «воронки» конвертируется в новых клиентов уже в текущем году, часть – в 2025 г.

Рис. 16: Количество новых заказчиков



Источник: данные компании



«Международка» - уже не факультатив

Реализация масштабного потенциала зарубежных рынков

Стратегический comeback на мировой рынок. В последние несколько лет в мире сформировался четкий запрос на технологический суверенитет, который охватывает целый ряд критических сфер, включая ИТ и информационную безопасность. Сложившиеся условия открывают дополнительную возможность для роста бизнеса РТ. Исторически РТ присутствовала на мировом рынке продуктов кибербезопасности. Целевыми рынками были Северная Америка, Западная Европа и Скандинавия. Компания имела офисы в Бостоне и Лондоне. Международный бизнес начал испытывать значительные трудности с 2014 г., когда компания была внесена в санкционные списки, после чего на протяжении нескольких лет международный бизнес осуществлялся в пассивном режиме. В середине 2022 г. было принято стратегическое решение о возвращении РТ на глобальный рынок с целью реализации открывшихся рыночных возможностей, достижения продуктовой конкурентоспособности на глобальном уровне и возможности в дальнейшем привлекать специалистов из ведущих мировых ИТ-компаний. В 2023 г. компания перешла к проактивному подходу на международных рынках, сформировала понимание о логистике лицензий и логистике денежных потоков при работе с зарубежными заказчиками, а также закрыла несколько точечных сделок. В 2024 г. впервые за последние несколько лет компания сформулировала конкретные цели по продажам для команды, развивающей международный бизнес.

Проведенная за последние два года работа позволила РТ выявить следующие **возможности и барьеры** выхода на новые рынки:

- зарубежные страны характеризуются разной степенью зрелости рынка продуктов кибербезопасности; высокая степень зрелости отмечается в странах Персидского залива, низкая – в Бразилии;
- запрос на технологический суверенитет на рынках дружественных стран: понимание заказчиками существования риска повторения опыта РФ с внезапным и резким уходом западных вендоров;
- высокие барьеры для входа только с продуктом и сервисом, так как бренд РТ мало известен, а компании из РФ остаются за периметром международных рейтингов и сравнений (продуктовые квадранты Gartner и пр.); участие в конкуренции предполагает необходимость формулирования дополнительных ценностей для клиента (миссия РТ-«результативная» кибербезопасность);
- необходимость локальной экспертизы – местного ИТ-ландшафта и местной специфики киберугроз; это соответствует как запросу локальных заказчиков, так и потребности РТ в развитии своей экспертизы;
- высокий запрос на «результативную» кибербезопасность – интерес потенциальных заказчиков к продуктам, позволяющим эффективно закрывать потребности в кибербезопасности при минимизации количества специалистов по ИБ и упрощении требований к их квалификации;
- дефицит компаний и специалистов, которые способны качественно внедрять новые продукты и технологии; это формирует запрос на MSSP (Managed Security Service Provider, внешняя компания (провайдер), которой делегировано управление средствами защиты информации);
- значимость разного культурного кода;
- санкции создают сложности для организации и ведения бизнеса, но не являются непреодолимым препятствием.

В результате **география** интересов Positive Technologies с точки зрения международной экспансии включает в себя страны Латинской Америки (Бразилия, Мексика), Ближнего Востока (ОАЭ, Саудовская Аравия, Иран), Африки, а также Юго-Восточной Азии (Индонезия, Малайзия). В ОАЭ уже работает первая локальная команда, которая активно участвует в местных отраслевых выставках (GISEC, GITEX). В 2024 г. эксперты Positive Technologies появятся в Бразилии, Мексике, Саудовской Аравии и Индонезии. В 2025 г. компания планирует открыть локальные офисы в двух зарубежных странах с целью развития локальной экспертизы, разработки и сертификации.

Рис. 17: Целевые зарубежные рынки Positive Technologies



Источник: данные компании

Positive Technologies сформулировала следующие **принципы** своей международной экспансии:

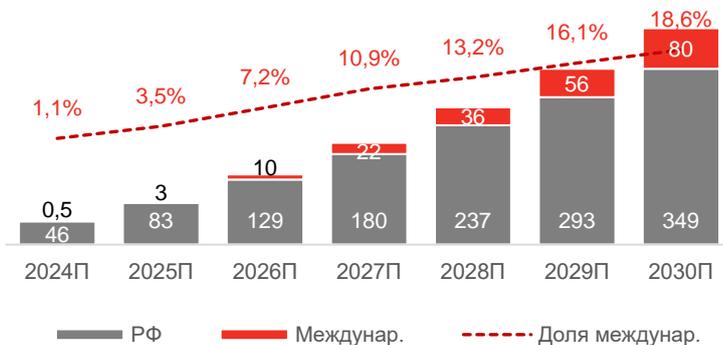
- компания работает на всех рынках под единым брендом PT, что должно обеспечить узнаваемость, лояльность местных заказчиков и уверенность в высоком уровне как продуктов/услуг, так и специалистов, работающих на местных рынках;
- заходить на новые рынки PT планирует как через локальных партнеров, так и партнеров из РФ; учитывая долгосрочные цели международной экспансии на каждом рынке PT будет самостоятельно выбирать наиболее подходящего локального партнера на основе тщательного анализа существующего рыночного ландшафта;
- опосредованная конкуренция с глобальными лидерами: целью является не продажа продукта заказчику как таковая, а завоевание лояльности заказчика путем обеспечения решения его технологических задач, формирование общих идей и ценностей;
- развитие локальной экспертизы;
- обеспечение сохранности инвестиций – выход на новые рынки для работы «вдолгую»;
- использование всего спектра возможностей для закрепления позиций на новых рынках: продажи продуктов и услуг, метапродуктов, участие в проектах, стратегические партнерства и инвестиции, сотрудничество с OEM и White Label, B2G (предложения на уровне государств);

основные компетенции, предлагаемые компанией, включают в себя MaxPatrol 10 (MaxPatrol VM + MaxPatrol SIEM + MaxPatrol EDR), Anti-APT (PT NAD + PT Sandbox) и ИБ-услуги.

От CustDev к большому бизнесу. Согласно бизнес-плану, в текущем году международный бизнес должен принести отгрузки на уровне не менее 500 млн руб. В оптимистичном сценарии отгрузки могут приблизиться к 1 млрд руб. Международные отгрузки не учитываются в целевом показателе отгрузок на 2024 год (40-50 млрд руб.), который отражает потенциал только российского бизнеса. Таким образом, «международная премия» к бизнесу в 2024 г. может составить 1,0-1,5%. По оценкам менеджмента, на горизонте от четырех лет международное направление может составить «десятки процентов» в общем показателе отгрузок.

По нашим оценкам, международный бизнес может принести компании 10 млрд руб. на уровне отгрузок уже в 2026 г., а в долгосрочной перспективе доля бизнеса вне России может достичь около 20% от общего.

Рис. 18: Сценарий роста международного бизнеса (отгрузки, млрд руб.)

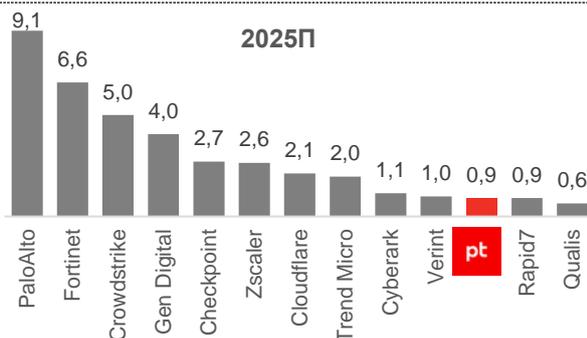
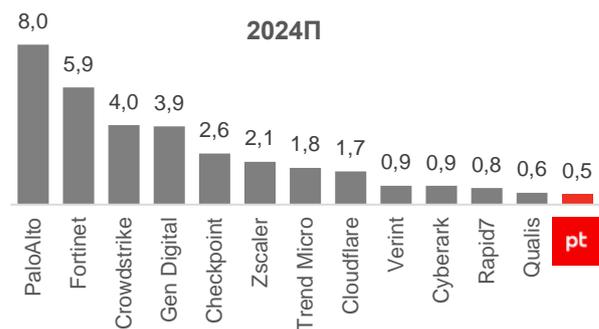


По нашим оценкам, доля международного бизнеса в отгрузках РТ может составить около 7% через два года и будет стремиться к 20% в долгосрочной перспективе.

Источник: данные компании, Альфа-Банк

Рис. 19: Сравнение POSI с лидерами мирового рынка ИБ по потенциалу выручки, \$ млрд

Мы сравнили РТ с лидерами глобального рынка ИБ по уровню выручки, прогнозируемой на 2024-2026 г. С прогнозным показателем отгрузок и выручки на уровне около \$0,5 млрд* в 2024 г. компания уже сегодня является заметным игроком в мировом масштабе. По нашему прогнозу, отгрузки уже в следующем году могут вплотную приблизиться к \$1 млрд, а в 2026 г. – достигнуть \$1,4 млрд, что будет сопоставимо с текущим прогнозом для израильской Cyberark.



* Пересчет рублевого показателя РТ в доллары США проведен по курсу 85 руб. за доллар в 2024 г., 90 в 2025 г. и 95 в 2026 г.

Источник: данные компании, Investing.com, Альфа-Банк

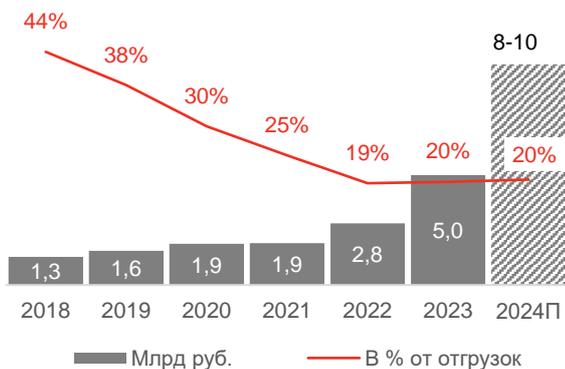
Непрерывные инвестиции для продолжительного роста x2+

По прогнозу менеджмента, общие расходы на R&D в 2024 г. составят 8-10 млрд руб., что соответствует приблизительно 20% от прогнозных отгрузок. Анализируя историческую кривую, можно отметить, что доля R&D в отгрузках показывает четкий тренд на снижение по мере роста бизнеса. Интенсивность инвестиций была значительно выше в течение трех лет, предшествовавших выходу РТ на биржу, когда количество продуктов в портфеле увеличилось с 8 в 2017 г. до 14 в 2021 г. Доля R&D в отгрузках в последние два года стабилизировалась на уровне около 20%. Мы полагаем, что такое соотношение комфортно для компании и сохранится в ближайшие годы, позволяя осуществлять вложения в новые перспективные разработки в необходимом объеме без риска для денежного потока.

В последние три года инвестиции в R&D были практически равномерно распределены между поддержанием продуктов и разработкой новой функциональности.

В 2023 г. 59% капитальных затрат на создание продуктов составили инвестиции в проекты на стадии maturity, 21% – на стадии MVP, 20% – запрос на решение (request for solution, RFS).

Рис. 20: Расходы на R&D



Источник: данные компании

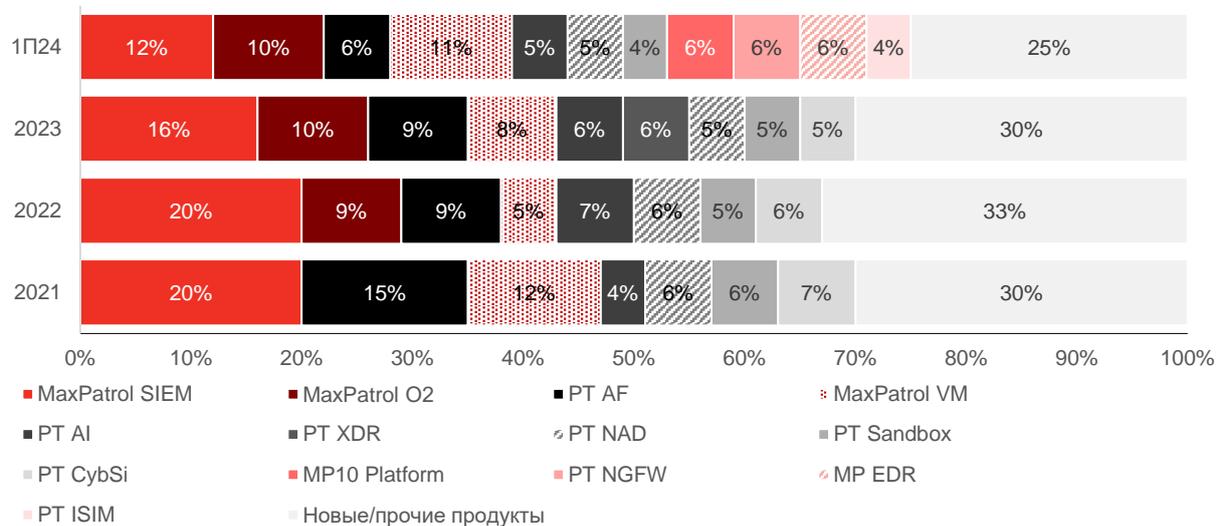
Рис. 21: Расходы на R&D по направлениям, млрд руб.



Источник: данные компании

В 2023 г. на топ-5 продуктов РТ (MaxPatrol SIEM, MaxPatrol VM, РТ AF, РТ NAD и MaxPatrol 8) пришлось 73% отгрузок и 38% расходов на R&D. В 1П24 это соотношение было сопоставимым – 71% и 34%. R&D-расходы на эти продукты ежегодно растут в абсолютном выражении (за исключением MaxPatrol 8, который постепенно выводится из линейки путем замены на MaxPatrol VM; на MP8 выделяется ограниченный бюджет на поддержание), что объясняется технологической потребностью в непрерывном наполнении экспертизой (учитывая значительную базу инсталляций у заказчиков и необходимость реагирования на новые типы угроз) и отчасти инфляцией заработных плат специалистов. При этом доля R&D-расходов в отгрузках этих продуктов сокращается (до 8-16% в 2013 г.), что свидетельствует об эффективном масштабировании на стадии зрелости. Среди новых продуктов самые значительные расходы на R&D за последние 2,5 года (1+ млрд руб.) относились на разработку первого метапродукта компании MaxPatrol O2. По 6% общих расходов на R&D в январе-июне 2024 г. пришлось на РТ NGFW, MaxPatrol EDR и MP10 Platform.

Рис. 22: R&D расходы по продуктам



Источник: данные компании

Таблица 23: Структура отгрузок и расходов на R&D по продуктам

	2021	2022	2023	1П24	2021	2022	2023	1П24*
Доля в отгрузках					Млрд руб.			
MaxPatrol SIEM	30%	29%	28%	32%	2.3	4.2	7.3	1.6
MaxPatrol VM	0%	9%	17%	17%	-	1.3	4.3	0.9
PT AF	6%	11%	11%	9%	0.5	1.5	2.8	0.5
PT NAD	6%	8%	12%	8%	0.5	1.2	3.0	0.4
MaxPatrol 8	25%	13%	5%	5%	1.9	1.9	1.4	0.2
Всего топ-5 продуктов	67%	70%	73%	71%	5.2	10.1	18.8	3.6
Прочие продукты	18%	19%	14%	18%	1.4	2.9	3.4	0.7
Услуги ИБ и расш. ТП	15%	11%	13%	11%	1.2	1.6	3.3	0.6
Доля в расходах на R&D					Млрд руб.			
MaxPatrol SIEM	20%	20%	16%	12%	0.4	0.6	0.8	0.5
MaxPatrol VM	12%	5%	8%	11%	0.2	0.1	0.4	0.5
PT AF	15%	9%	9%	6%	0.3	0.3	0.5	0.2
PT NAD	6%	6%	5%	5%	0.1	0.2	0.3	0.2
MaxPatrol 8	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Всего топ-5 продуктов	53%	40%	38%	34%	1.0	1.1	1.9	1.4
Прочие продукты	47%	60%	62%	66%	0.9	1.7	3.1	2.7
Доля расходов на R&D в отгрузках								
MaxPatrol SIEM					16%	13%	11%	31%
MaxPatrol VM					н.д.	11%	9%	50%
PT AF					61%	17%	16%	49%
PT NAD					25%	14%	8%	51%
MaxPatrol 8					н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Всего топ-5 продуктов					19%	11%	10%	39%
Прочие продукты					64%	59%	91%	361%

* Высокие значения расходов на R&D в отгрузках в 1П24 отражают сезонный фактор.

Источник: данные компании, Альфа-Банк

Вторая метрика, которая позволяет отследить темпы инвестиций в R&D – увеличение команды ИБ и технических специалистов. С начала 2024 г. количество сотрудников увеличилось на 478 человек, большинство из которых составляют разработчики и IT-специалисты. Таким образом, в 1П24 были расширены команды, работающие над разработкой метапродуктов, РТ NGFW и других новых продуктов, а также MaxPatrol SIEM и MaxPatrol VM. По прогнозу РТ, к концу 2024 г. общая численность персонала составит около 3 тыс., а число ИБ-специалистов достигнет 1,5 тыс.

Одновременно с увеличением расходов на R&D инвесторы отмечают увеличение бюджетов РТ на маркетинг и продажи, которое соответствует динамике отгрузок. В последние три года доля этой статьи затрат в отгрузках была стабильной на уровне 21-23%. Высокая маркетинговая активность поддерживает активный вывод на рынок новых продуктов, способствует быстрому росту узнаваемости бренда, привлечению большого числа новых клиентов и партнеров, расширению профессионального ИБ-сообщества, сформированного вокруг РТ, а также лучше позиционирует компанию по сравнению с конкурентами в условиях дефицита IT- и ИБ-специалистов. Все эти факторы являются критическими с точки зрения обеспечения базы для дальнейшего опережающего роста. Мы ожидаем, что в ближайшие два года интенсивность вложений в маркетинг останется сопоставимой, учитывая график вывода на рынок новых продуктов, цель привлечения 2 000+ новых клиентов в РФ и СНГ, а также серьезные международные амбиции компании.

Рис. 24: Персонал



* Прогноз менеджмента
Источник: данные компании, Альфа-Банк

Рис. 25: Маркетинговые и коммерческие расходы по МСФО, млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Мы отмечаем, что к текущему моменту РТ создала солидную базу для сильного органического роста отгрузок и входящего денежного потока в 2025-2026 гг., который позволит безболезненно финансировать дальнейшие инвестиции с целью выхода на уровень глобальной конкуренции: 1) у компании широкий портфель из 26 продуктов, которые имеют солидный потенциал роста продаж в как в части зрелых продуктов, так и новых, 2) основной объем инвестиций, необходимый для доведения до стадии коммерческих релизов таких высокоуровневых продуктов как MaxPatrol O2 и NGFW, осуществлен в 2021-2023 гг.

Усиление сезонного фактора

По итогам 1П24 отгрузки выросли на 8% г/г, до 4,95 млрд руб. Скромная динамика объясняется низкой сезонностью и сдвигом активной фазы продаж новых продуктов (PT NGFW и MaxPatrol Carbon, коммерческие версии которых были представлены в мае 2024 г.) на конец года. Менеджмент подчеркивает, что обеспечение высокого показателя отгрузок в первом полугодии календарного года не является фокусом, в связи с особенностью бизнес-цикла крупных заказчиков. Низкая сезонность бизнеса в первом-втором кварталах объясняется тем, что крупные контракты, как правило, подписываются в конце года, а в первой половине года отгрузки преимущественно отражают продажу IT-услуг, пролонгацию действующих лицензий и так называемые «быстрые продажи» новых лицензий – продажи продуктов с относительно низким средним чеком, не требующих длительных пилотов и тестирований с заказчиком. В фокусе компании в первом полугодии – участие в тендерах крупных заказчиков, пилотные проекты в рамках заключения крупных договоров.

Рис. 26: Динамика отгрузок

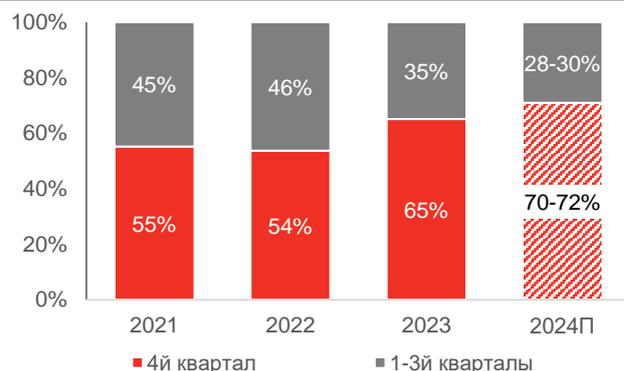


Источник: данные компании

По мере расширения портфеля продуктов Positive Technologies и увеличения количества более сложных и комплексных продуктов будет увеличиваться среднее время закрытия сделок с клиентами, что будет приводить ко все большему смещению продаж на последние месяцы года. Если в 2021-2022 гг. четвертый квартал обеспечивал 54-55% годовых отгрузок, то в 2023 году доля последнего квартала в годовых результатах составила 65%. По оценкам менеджмента, на 4К24 может прийти уже 70-72% отгрузок 2024 года.

По информации компании, в среднем, если заказчик начинает процедуры согласования нового контракта в марте, то завершаются они к сентябрю-ноябрю. Также высоким продажам четвертого квартала способствуют продления лицензий текущими заказчиками (обычно в декабре).

Рис. 27: Доля 4-го квартала в годовых отгрузках



Источник: данные компании, Альфа-Банк

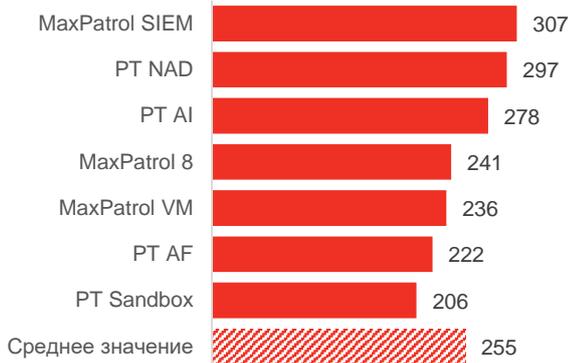
Рис. 28: Цикл продаж Positive Technologies



Источник: данные компании

Среднее время закрытия сделок по ключевым продуктам составляет 255 дней. Наиболее длинный цикл продаж (300+ дней) – у флагманского продукта MaxPatrol SIEM. Для ряда клиентов РТ цикл продаж может занимать больше года.

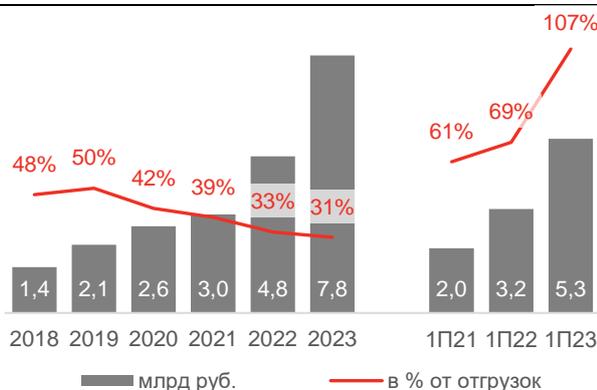
Рис. 29: Среднее время закрытия сделок по ключевым продуктам, дней



Источник: данные компании

Рост расходов на персонал в 2020-2023 гг. отставал от динамики отгрузок, несмотря на существенное увеличение численности сотрудников и инфляцию заработных плат. В 1П24 расходы на персонал (по МСФО) превысили показатель отгрузок, составив 135% в 1К24 и 90% в 2К24, что отражает значительный наём новых сотрудников в первой половине года, когда отгрузки сезонно низкие. Соответственно, в 2П24 мы ожидаем нормализации соотношения расходов на персонал и отгрузок.

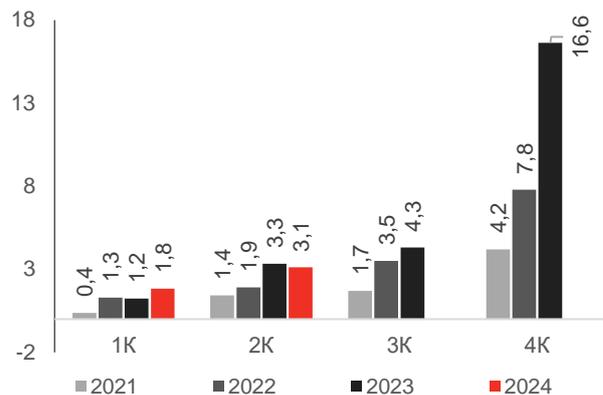
Рис. 31: Расходы на персонал по МСФО, млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Квартальные данные по отгрузкам за 2021-2023 гг. подтверждают значительное смещение продаж на четвертый квартал.

Рис. 30: Отгрузки с НДС по кварталам, млрд руб.



Источник: данные компании

Значительную долю в структуре расходов на маркетинг составляют расходы на отраслевые мероприятия и развитие бизнеса, которые определяют сильную волатильность данной статьи в рамках календарного года. В конце мая РТ традиционно проводит свое самое масштабное отраслевое мероприятие – Positive HackDays. Также в 2К24 компания принимала участие в крупнейшей на Ближнем Востоке выставке в сфере информационной безопасности – GISEC Global 2024. В 1К24 РТ была официальным партнером по кибербезопасности Игр будущего в Казани. Анализ квартальной динамики расходов на маркетинг за 2022-2023 годы показывает, что их пик как процента от отгрузок приходится на второй квартал, а минимум – на четвертый.

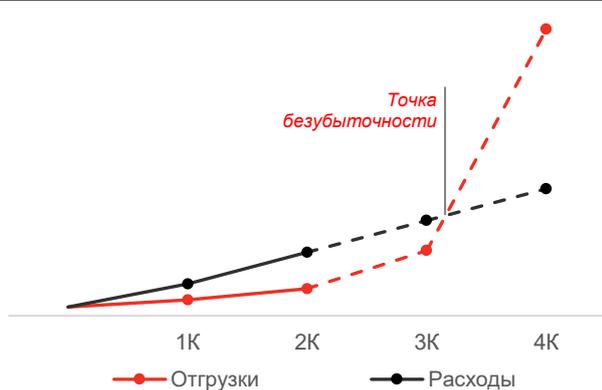
Рис. 32: Расходы на маркетинг по направлениям, млн руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

На пик отгрузок в конце года влияют особенности бюджетирования клиентов, длинный многоэтапный цикл продаж и продление лицензий, которые заканчиваются в конце календарного года. При этом операционные расходы распределяются в течение года относительно равномерно. Таким образом, точка безубыточности РТ приходится на начало 4К.

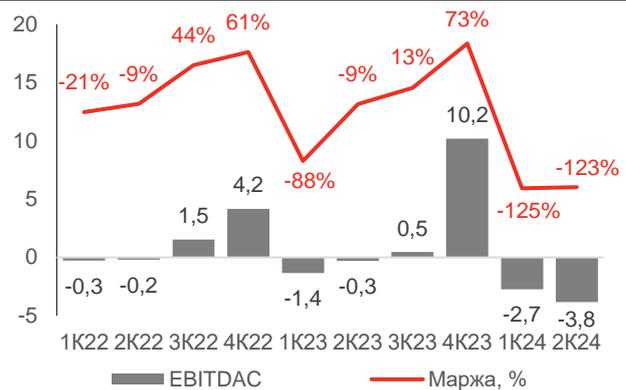
Рис. 33: Сезонность бизнеса



Источник: данные компании

Поквартальная динамика показателя ЕБИТДАС с начала 2022 года подтверждает «дно» операционной рентабельности в первом полугодии и выход на пик в четвертом квартале.

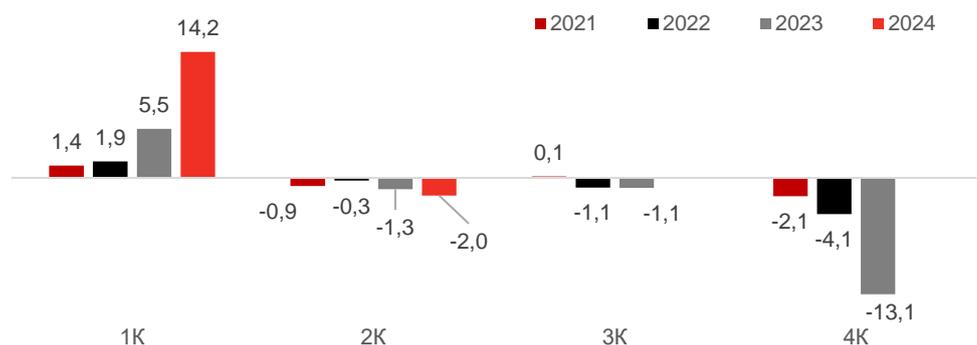
Рис. 34: Динамика ЕБИТДАС, млрд руб.



Источник: данные компании

Резкая сезонность продаж РТ, а также расчетов с заказчиками, определяет высокую волатильность оборотного капитала в течение года, а также цикл потребности в краткосрочном внешнем финансировании. В первом квартале календарного года ОДП компании в части оборотного капитала демонстрирует значительный приток денежных средств за счет погашения дебиторской задолженности, так как заказчики рассчитываются по контрактам заключенным в конце календарного года. Второй-четвертый кварталы демонстрируют накопление дебиторской задолженности (особенно в 4К).

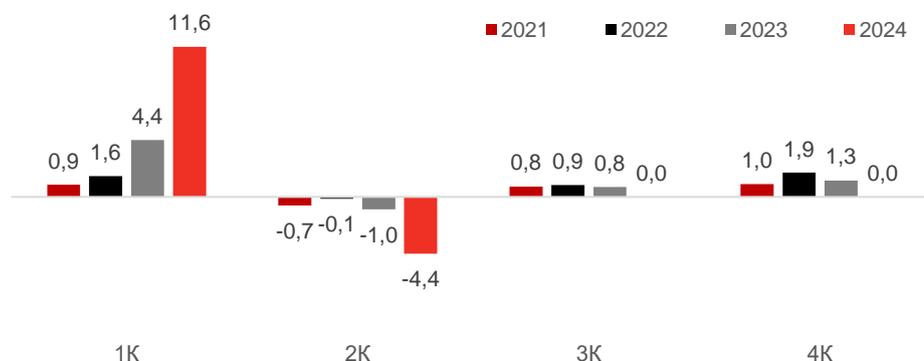
Рис. 35: Движение ОДП в части изменения торговой и прочей дебиторской задолженности, млрд руб.



Источник: данные компании

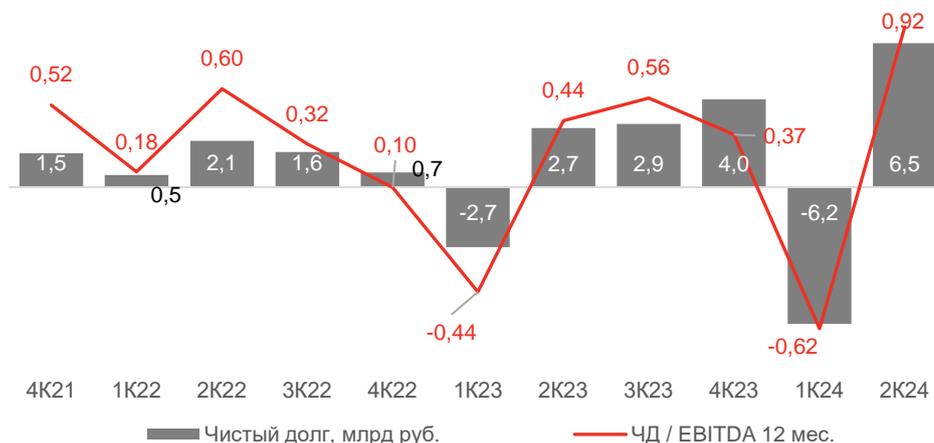
Пик долговой нагрузки РТ приходится на середину календарного года, так как основной приток денежных средств от продаж поступает в ноябре-декабре и январе-марте. В первом и втором кварталах года продажи сезонно слабые, а операционный денежный поток становится отрицательным во втором квартале.

Рис. 36: ОДП по кварталам, млрд руб.



Источник: данные компании

Рис. 37: Динамика чистого долга, млрд руб.



Источник: данные компании

Подтверждение годового прогноза. Основные ориентиры роста Positive Technologies остаются в силе. Компания ожидает рост отгрузок в 2024-2025 гг. с двукратным превышением динамики российского рынка кибербезопасности. В мае, в рамках PHD2, менеджментом было озвучено ожидание роста отгрузок в 2024 г. «не менее чем на 80%». Широкий ориентир по годовым отгрузкам составляет 40-50 млрд руб. (+57-96% г/г), узкий диапазон – 43-47 млрд руб. (+68-84% г/г). Рентабельность NIC в 2024 г. составит не менее 30%.

Таблица 38: Прогноз компании

Млрд руб.	2024П		2025П	
	Мин	Макс	Мин	Макс
Отгрузки	40	50	70	100
Расходы на R&D	8	10		
Рентабельность NIC, %	не менее 30%			
Дивидендные выплаты	50-100% от NIC			

Источник: данные компании

Рис. 39: Календарь корпоративных событий

Период	Событие
7 ноября	Отчетность за 3К24 и 9М24
Ноябрь	День Инвестора на Moscow Hacking Week

Источник: данные компании

План допэмиссий: экстр-финансирование для реализации экстр-амбиций

Positive Technologies – первая компания в российском технологическом секторе, которая заявила, что будет финансировать программу роста через регулярные допэмиссии акций. В марте Positive Technologies анонсировала ключевые параметры «Политики работы с капиталом», которая определяет принципы создания резервного пула акций через допэмиссии и обратный выкуп, а также порядок их использования для мотивации контрибьюторов, для расчетов по сделкам M&A, капитальных инвестиций в экспертные лаборатории и другие инфраструктурные проекты. Основные параметры будущих выпусков акций подразумевают следующее:

- максимальная величина допэмиссии будет составлять 15% на каждый двукратный рост капитализации;
- в случае более чем двукратного роста капитализации за один год допэмиссия будет ограничена 15% за год;
- количество выпускаемых акций по итогам года может быть меньше, исходя из потребности компании.

Таблица 40: Работа с капиталом

Источники финансирования	Объекты инвестирования
Дополнительно эмитированные акции на росте капитализации Акции компании могут <ol style="list-style-type: none"> 1) использоваться как средство расчета в рамках отдельных сделок (M&A, LTI) 2) быть проданы на открытом рынке для высвобождения денежных средств и последующих инвестиций 	Программа долгосрочной мотивации M&A: продукты, технологии, компании и ноу-хау Капитальные вложения: исследовательские лаборатории, дата-центры
Обратный выкуп акций	Оптимизация структуры долга
Инвестиционное заемное финансирование	

Источник: данные компании

До настоящего момента компании сектора преимущественно использовали традиционные инструменты финансирования на основе существующих акций (см. таблицу ниже), а дополнительные эмиссии акций в сложившейся практике используются для единоразовых корпоративных действий (чаще всего для финансирования сделок M&A). При этом парадигма поддержания долгосрочного высокого роста РТ обуславливает, что в стремительно развивающейся технологической среде и при решающей роли инноваций необходимый технологический фундамент для этого роста должен быть заложен уже сегодня. Соответственно потребности в его финансировании могут превышать резервы реинвестиций из текущего операционного потока, в то время как инструмент финансирования через акции является одним из наиболее доступных для технологических компаний.

Рис. 41: Мотивационные программы компаний технологического сектора

Инструмент	Участники	KPI	Срок
	акции новой эмиссии Сотрудники компании и внешние специалисты	Рыночная капитализация, Операционные показатели Рост чистой прибыли в 3 раза за два года	бессрочно 2024-2026 гг.
	существующие акции	>130 топ-менеджеров и ключевых (общая численность сотрудников >2,2 тыс. чел.) сотрудников	2024-2026 гг.
	за счет квазиказначейского пакета, который принадлежит дочерней компании	Топ-менеджмент и ключевые руководители Достижение финансового результата (EBITDA) и	до 2029 г.

Инструмент	Участники	KPI	Срок
	ПАО, или выкупа с рынка	плановой цены акции	
LTI	100% сотрудников (>8 тыс. вовлечены) 50-100 сотрудников (общая численность сотрудников >2 тыс. чел.)	Плановый показатель чистой прибыли	2027 год
DIASOFT все по-настоящему	до 2% капитала (программа в стадии проработки)	нет данных	
WHOOSH	до 4,5 млн акций (до 4% капитала)	существующие акции (включая приобретенные через обратный выкуп с рынка)	59 сотрудников
Целевой показатель чистой прибыли			до 30 июня 2027 г.
делимобиль	опционная программа в стадии проработки		
OZON	30,8 млн акций (до 14,23% капитала) в форме опционов, SAR, RSU		до 10 лет
hh	Restricted Stock Units (RSU), до 6% от капитала		2023-2025
циан	Restricted Stock Units (RSU) Plan (equity-settled), до 6,5% от капитала		2023 г.
Яндекс	Yandex N.V.: различные инструменты мотивации, привязанные к стоимости акций: RSU (Restricted Share Units), PSU (Performance Share Units), Share Appreciation Rights, Share options, Synthetic Option Awards, Business-Unit specific Equity Awards МКПАО «Яндекс»: финансирование через допэмиссию по закрытой подписке (4,11% капитала, аллокация в первый год после эмиссии не более чем на 2%). Максимальный возможный объем выпуска акций под программу мотивации - не более 20% от размещенных обыкновенных акций. Акции планируется выпускать время от времени в течение 4 лет.	Акции новой эмиссии	
vk	RSU (Restricted Share Units), опционы, права на акции, выпускаемые по результатам деятельности		до 2023 г.

Источник: данные компаний, Интерфакс

Условия первой допэмиссии определены. С учетом роста капитализации за 2023 год, до конца 2024 года компания увеличит капитал на 7,90% путем выпуска новых акций. 10 июля акционеры ПАО «Группа Позитив» одобрили решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных 5 214 тыс. обыкновенных акций по закрытой подписке. Акции будут размещаться в пользу 100%-й дочерней компании АО «Позитив Текнолоджиз». Цена размещения новых акций или порядок ее определения будут установлены советом директоров не позднее даты начала размещения. Оплата нового выпуска акций со стороны АО «Позитив Текнолоджиз» будет осуществляться денежными средствами (включая возможность оплаты путем зачета денежных требований) и исключительными правами на восемь программных продуктов, разработанных и входящих в состав НМА ПАО «Группа Позитив» (см. таблицу ниже). Акции будут поступать в свободное обращение постепенно; данный выпуск будет единственным в 2024 году. Рост капитализации до 2023 года в этой или последующих допэмиссиях учитываться не будет.

Мы отмечаем, что объявленные условия первой допэмиссии в значительной мере учли негативную реакцию рынка после первоначального оглашения планов в октябре 2023 г. Мы ожидаем, что решения о будущих допэмиссиях будут приниматься с максимальным учетом интересов миноритарных акционеров.

Таблица 42: Программные продукты, правами на которые могут быть оплачены новые акции

№	Продукт	Класс продукта
1.	Система статического и динамического анализа для выявления вредоносных объектов Positive Technologies Sandbox	Средства выявления и предотвращения целевых атак Средства антивирусной защиты
2.	Positive Technologies Network Attack Discovery (PT NAD)	Средства обнаружения и/или предотвращения вторжений (атак) Средства выявления и предотвращения целевых атак
3.	Система многопоточной проверки файловых ресурсов Positive Technologies MultiScanner (PT MS)	Средства антивирусной защиты Средства выявления и предотвращения целевых атак
4.	MaxPatrol	Средства обнаружения угроз и расследования сетевых инцидентов Средства обнаружения и предотвращения утечек информации
5.	Positive Technologies Application Inspector (PT AI)	Средства анализа исходного кода на закладки и уязвимости
6.	PT Industrial Security Incident Manager (PT ISIM)	Средства обнаружения и/или предотвращения вторжений (атак)
7.	PT Cybsi Positive Technologies Threat Analyzer (PT TA)	Средства обнаружения угроз и расследования сетевых инцидентов
8.	Positive Technologies BlackBox (PT BlackBox)	Средства обнаружения угроз и расследования сетевых инцидентов

Источник: данные компании, Единый реестр российских программ для ЭВМ и БД

В соответствии с положениями закона «Об акционерных обществах» акционеры компании, голосовавшие против или не принимавшие участие в голосовании (на ГОСА 10 июля) по вопросу о размещении посредством закрытой подписки дополнительных обыкновенных акций, имеют преимущественное право приобретения дополнительных обыкновенных акций в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им обыкновенных акций эмитента. Датой, на которую определяются лица, имеющие преимущественное право приобретения размещаемых ценных бумаг, установлена дата закрытия реестра для участия в ГОСА (17 июня 2024 г.). Условия (цена приобретения) и сроки реализации преимущественного права компания объявит непосредственно перед его началом.

В таблице ниже мы приводим наш сценарный анализ возможного размера второй дополнительной эмиссии акций, которая, как мы ожидаем, состоится в 2П25 по итогам работы компании и роста котировок акций в 2024 году. Мы обращаем внимание, что формализованная политика работы с капиталом РТ предполагает значительную гибкость компании в определении необходимого и достаточного размера допэмиссии в каждый календарный год (возможность установить размер допэмиссии меньший, чем предполагает расчетная формула), поэтому фактический размер будущей допэмиссии 2025 г. может отличаться от приведенных нами оценок.

Таблица 43: Оценка потенциального размера допэмиссии акций в 2025 году

	Цена акции, руб.	Изм. с начала 2024 года, %	Потенциальный размер допэмиссии	Общее количество акций в результате эмиссии 2025 года, млн	Увеличение по сравнению с текущим капиталом (66,0 млн акций)
На 29.12.2023	2 013,4	-	-	-	-
Текущая	2 911,4	45%	6,7%	76,0	15,1%
Потенцил роста 10% от текущей цены	3 203	59%	8,9%	77,5	17,5%
Потенцил роста 20% от текущей цены	3 494	74%	11,0%	79,1	19,8%
Потенцил роста 30% от текущей цены	3 785	88%	13,2%	80,6	22,1%
Потенцил падения 10% от текущей цены	2 620	30%	4,5%	74,4	12,8%
Потенцил падения 20% от текущей цены	2 329	16%	2,4%	72,9	10,4%

Источник: данные компании, Московская биржа, Альфа-Банк



В таблицах ниже мы приводим оценку увеличения капитала РТ в сценариях ежегодного роста рыночной капитализации на 25%, 50% и 100%, начиная с 2025 календарного года. Мы проводим расчет размера новых допэмиссий на пропорциональной основе, в то время как РТ применяет более сложную формулу.

Таблица 44: Сценарий увеличения капитала РТ при ежегодном росте капитализации на 25%

	Количество акций на начало года, млн	Количество акций на конец года, млн*	Цена за акцию, руб.	Рост, г/г	Капитализация на конец года (капитализация увеличенного капитала), млрд руб.	Рост капитализации г/г	Размер допэмиссии, основанный на росте в календарном году, % капитала	Эффект размытия
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
29.12.2023	66.0	66.0	2 013	60%	132.9	60%	7.9%	
31.12.2024	66.0	71.2	3 133**	56%	223.1	68%	10.2%	-7.3%
31.12.2025	71.2	78.5	3 554	13%	278.9	25%	3.8%	-9.2%
31.12.2026	78.5	81.4	4 282	20%	348.6	25%	3.8%	-3.6%
31.12.2027	81.4	84.5	5 159	20%	435.7	25%	3.8%	-3.6%
31.12.2028	84.5	87.6	6 216	20%	544.7	25%	3.8%	-3.6%

* Расчет предполагает, что акции допэмиссии, относящейся к росту капитализации в предыдущем году, полностью размещены до конца текущего календарного года

** Используется гипотеза о том, что цена акции POSI к концу 2024 года вернется на максимальный фактически достигнутый к текущему моменту уровень (3 133 руб. 23 мая 2024 г.)

Источник: данные компании, Московская биржа, Альфа-Банк

Таблица 45: Сценарий увеличения капитала РТ при ежегодном росте капитализации на 50%

	Количество акций на начало года, млн	Количество акций на конец года, млн*	Цена за акцию, руб.	Рост, г/г	Капитализация на конец года (капитализация увеличенного капитала), млрд руб.	Рост капитализации г/г	Размер допэмиссии, основанный на росте в календарном году, % капитала	Эффект размытия
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
29.12.2023	66,0	66,0	2 013	60%	132.9	60%	7,9%	
31.12.2024	66,0	71,2	3 133**	56%	223.1	68%	10,2%	-7,3%
31.12.2025	71,2	78,5	4 265	36%	334.6	50%	7,5%	-9,2%
31.12.2026	78,5	84,4	5 951	40%	502.0	50%	7,5%	-7,0%
31.12.2027	84,4	90,7	8 304	40%	753.0	50%	7,5%	-7,0%
31.12.2028	90,7	97,5	11 587	40%	1 129.4	50%	7,5%	-7,0%

* Расчет предполагает, что акции допэмиссии, относящейся к росту капитализации в предыдущем году, полностью размещены до конца текущего календарного года

** Используется гипотеза о том, что цена акции POSI к концу 2024 года вернется на максимальный фактически достигнутый к текущему моменту уровень (3 133 руб. 23 мая 2024 г.)

Источник: данные компании, Московская биржа, Альфа-Банк

Таблица 46: Сценарий увеличения капитала РТ при ежегодном росте капитализации на 100%

	Количество акций на начало года, млн	Количество акций на конец года, млн*	Цена за акцию, руб.	Рост, г/г	Капитализация на конец года (капитализация увеличенного капитала), млрд руб.	Рост капитализации г/г	Размер допэмиссии, основанный на росте в календарном году, % капитала	Эффект размытия
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
29.12.2023	66,0	66,0	2 013	60%	132.9	60%	7,9%	
31.12.2024	66,0	71,2	3 133**	56%	223,1	68%	10,2%	-7,3%
31.12.2025	71,2	78,5	5 687	82%	446,2	100%	15,0%	-9,2%
31.12.2026	78,5	90,2	9 890	74%	892,4	100%	15,0%	-13,0%
31.12.2027	90,2	103,8	17 199	74%	1 784,8	100%	15,0%	-13,0%
31.12.2028	103,8	119,3	29 912	74%	3 569,6	100%	15,0%	-13,0%

* Расчет предполагает, что акции допэмиссии, относящейся к росту капитализации в предыдущем году, полностью размещены до конца текущего календарного года

** Используется гипотеза о том, что цена акции POSI к концу 2024 года вернется на максимальный фактически достигнутый к текущему моменту уровень (3 133 руб. 23 мая 2024 г.)

Источник: данные компании, Московская биржа, Альфа-Банк



На основе представленного выше расчета возможного увеличения количества акций и их расчетной цены в таблице ниже мы приводим наши оценки возможной величины будущих дополнительных эмиссий в трех сценариях:

- сценарий ежегодного роста капитализации на **25%** с 2025 года предполагает, что дополнительные эмиссии 2026-28 годов дадут ежегодное финансирование развития на 13-20 млрд руб., что является умеренным уровнем (7-9% от прогнозных отгрузок) с учетом нашего прогноза масштабов бизнеса РТ;
- сценарий ежегодного роста капитализации на **50%** предполагает, что объем эмиссий может составить 35-79 млрд руб., то есть предоставит мощный ресурс для поддержания быстрого развития на долгосрочном горизонте (25-29% от нашего прогноза отгрузок);
- сценарий ежегодного роста капитализации на **100%** с 2025 года предполагает предоставление дополнительного ресурса для развития компании на уровне 116-457 млрд руб. в 2026-28 гг., или 84-171% от нашего прогноза отгрузок; это является крайне избыточным уровнем с точки зрения нашего текущего представления о парадигме роста РТ до 2030 года и, соответственно, отражает сценарий выхода компании на принципиально более высокий (глобальный) уровень, который потребует значительно больший масштаб инвестиций по разным направлениям.

Анализ трех сценариев показывает, что оценка величины будущих допэмиссий РТ и их влияния на стоимость вложений инвесторов требует соответствующей «настройки» финансового прогноза таким образом, чтобы размеры допэмиссий коррелировали с будущими масштабами бизнеса компании. Также мы отмечаем, что вероятность проведения РТ максимальной по размеру допэмиссии (на 15% от капитала) после 2025 года кажется нам ограниченной, так как такая значительная потребность в капитале предполагает четкое понимание направлений использования средств и привлечения человеческих ресурсов. Иными словами, на наш взгляд, максимальная допэмиссия на 15% акций может потребоваться РТ в случае осуществления масштабных одномоментных in-house инвестиций в принципиально новые прорывные технологии либо сопредельные ниши IT-рынка, либо при реализации значительных комплементарных сделок M&A.

Таблица 47: Оценка величины будущих дополнительных эмиссий в трех сценариях

Год	Сценарий роста капитализации												
	25%			50%			100%						
Прогноз отгрузок, млрд руб.	Новые акции, млн	Расчетная цена, руб.	Объем новой эмиссии, млрд руб.	В % от прогнозных отгрузок	Новые акции, млн	Расчетная цена, руб.	Объем новой эмиссии, млрд руб.	В % от прогнозных отгрузок	Новые акции, млн	Расчетная цена, руб.	Объем новой эмиссии, млрд руб.	В % от прогнозных отгрузок	
2023	25,5	0,0	2 013	0,0	0%	0,0	2 013	0,0	0%	0,0	2 013	0,0	0%
2024П	46,5	5,2	3 133	16,3	35%	5,2	3 133	16,3	35%	5,2	3 133	16,3	35%
2025П	86,0	7,3	3 554	25,8	30%	7,3	4 265	30,9	36%	7,3	5 687	41,2	48%
2026П	139,3	2,9	4 282	12,6	9%	5,9	5 951	35,0	25%	11,8	9 890	116,4	84%
2027П	201,9	3,1	5 159	15,7	8%	6,3	8 304	52,5	26%	13,5	17 199	232,8	115%
2028П	272,6	3,2	6 216	19,7	7%	6,8	11 587	78,8	29%	15,6	29 912	465,6	171%

Источник: данные компании, Московская биржа, Альфа-Банк

Рекомендация ВЫШЕ РЫНКА с целевой ценой на 12 мес. 4 100 руб.

При определении справедливой стоимости бизнеса (на базе EV) и акционерного капитала Positive Technologies мы использовали метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). В таблице ниже приведены основные метрики, использованные нами для целей дисконтирования денежных потоков.

Таблица 48: Основные метрики, использованные при ДДП

Метрика	Значение
Прогнозный период	Семь лет с 1 января 2024 г. по 31 декабря 2030 г.
Функциональная валюта	Российский рубль
WACC / Средневзвешенная ставка дисконтирования	23,9% в рублях (расчет представлен в таблице ниже)
TGR / Темп роста в терминальном периоде	8,0%
Допущения, использованные при расчете денежного потока в терминальном периоде	<ul style="list-style-type: none"> – EBITDA маржа 51,1% - на уровне последнего прогнозного года – 25% эффективная ставка налога на прибыль (предполагает отмену льготной ставки налога для IT-компаний с 2031 г.)
Корректировки, использованные при переходе от справедливой стоимости бизнеса (по EV) к справедливой стоимости акционерного капитала (shareholder equity)	Фактический чистый долг по состоянию на 30 июня 2024 г. в размере 6,54 млрд руб.

Источники: данные компании, Альфа-Банк

В таблице ниже приведен расчет средневзвешенной ставки дисконтирования (WACC) в рублях.

Таблица 49: Расчет средневзвешенной ставки дисконтирования (WACC)

Показатель	Значение	Источник
1 Безрисковая ставка, %	15,6%	Текущая эффективная доходность ОФЗ-2030 (погашение 10.04.2030 г.)
2 Премия за риск инвестиций в акции, %	7,0%	Оценка
3 Коэффициент beta unlevered	1,20	Оценка
4 Заемный капитал / Акционерный капитал	5,0%	Оценка (оптимальная структура капитала)
5 Коэффициент beta levered	1,26	$[3] * (1 + [4] * (1 - [12]))$
6 Премия за размер	-	Оценка
7 Стоимость собственного капитала, %	24,41%	[1] + [5] * [2] + [6]
8 Стоимость привлечения заемного капитала (до вычета налога), %	14,0%	Оценка (средняя долгосрочная ставка)
9 Эффективная ставка налога на прибыль, %	0,2%	Фактическая ставка
10 Стоимость привлечения заемного капитала, %	14,0%	[8] * (1 - [9])
11 Акционерный капитал / Проинвестированный капитал, %	95,2%	$1 / (1 + [4])$
12 Заемный капитал / Проинвестированный капитал, %	4,8%	$1 - [11]$
13 WACC, %	23,9%	[8] * [11] + [10] * [12]

Источники: данные компании, rusbonds.ru, Альфа-Банк

В таблице ниже приведен расчет стоимости бизнеса (EV) PT методом дисконтированных денежных потоков (DCF). Для расчета справедливой стоимости одной акции и целевой цены на 12 мес. мы используем увеличенный размер капитала (71,2 млн акций).



Таблица 50: Расчет стоимости 1 акции РТ методом дисконтированных денежных потоков (DCF)

Млрд руб.	2024П	2025П	2026Е	2027П	2028П	2029П	2030П	Терминальный период
Отгрузки	46,46	85,96	139,25	201,91	272,58	348,91	429,16	463,49
Выручка	43,21	79,94	129,50	187,78	253,50	324,48	399,11	431,04
ЕБИТДА	20,45	36,94	60,78	90,20	124,96	162,76	203,92	220,23
ЕБИТДА маржа	47,3%	46,2%	46,8%	47,9%	49,0%	49,9%	50,7%	50,7%
Амортизация ОС и НМА	-1,90	-2,59	-3,81	-5,72	-8,38	-11,95	-16,50	-25,86
ЕБИТ	18,62	34,45	57,10	84,67	116,84	151,18	187,95	194,37
(плюс) Амортизация ОС и НМА	1,90	2,59	3,81	5,72	8,38	11,95	16,50	25,86
(минус) Налог на прибыль	-0,04	-1,71	-2,83	-4,21	-5,83	-7,54	-9,37	-48,59
(минус) Приобретение ОС и НМА	-6,71	-12,02	-18,82	-26,35	-35,57	-45,53	-56,00	-25,86
(плюс) Нетто изменение оборотного капитала	-6,95	-11,70	-16,14	-17,77	-23,60	-25,59	-27,49	-29,68
Денежный поток фирмы	6,83	11,60	23,12	42,07	60,23	84,48	111,59	116,09
Терминальный темп роста	8,0%							
WACC	23,9%							
Период дисконтирования	0,61	1,61	2,61	3,61	4,61	5,61	6,61	
Фактор дисконтирования	0,877	0,707	0,571	0,461	0,372	0,300	0,242	0,242
Дисконтированный денежный поток	5,99	8,21	13,20	19,39	22,40	25,36	27,04	
Приведенная стоимость дисконтированного денежного потока	121,59							
Дисконтированная терминальная стоимость	176,92							
Стоимость бизнеса (EV)	298,51							
(минус) Чистый долг на 30 июня 2024 г.	-6,5							
Стоимость 100% акционерного капитала	291,97							
Количество акций для целей расчета целевой цены на акцию, млн	71,21							
Целевая цена на акцию (на 12М), руб.	4,100							
Временный мультипликатор EV/Выручка	6,91x	3,73x	2,31x	1,59x	1,18x	0,92x	0,75x	
Временный мультипликатор EV/ЕБИТДА	14,59x	8,08x	4,91x	3,31x	2,39x	1,83x	1,46x	
Временный мультипликатор PE	15,70x	8,96x	5,43x	3,65x	2,64x	2,04x	1,64x	

Источники: данные компании, Альфа-Банк

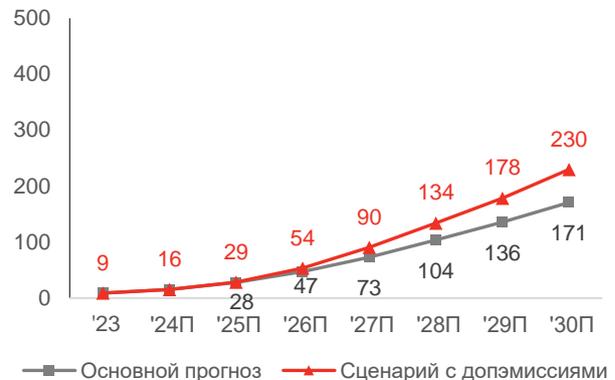
Мы также протестировали справедливую стоимость акции РТ в сценарии увеличения акционерного капитала на 7,5% ежегодно начиная с 2025 года. Для этого мы скорректировали наш финансовый прогноз по компании таким образом, чтобы расчетная величина будущих допэмиссий составляла (21-26% от прогнозных отгрузок). Для корректного расчета стоимости одной акции мы:

- выполнили прогноз на уровне Free Cash Flow to Equity;
- применили более высокий темп терминального роста на уровне 9,0% для отражения более высокого потенциала роста РТ за горизонтом 2030 года по сравнению с нашим основным прогнозом;
- приняли количество акций в терминальном периоде на уровне последнего прогнозного года, так как теория терминальной стоимости предполагает, что бизнес достигает зрелости, денежный поток растет бесконечно равным темпом и не предполагает инвестиций для ускорения роста.

На диаграммах ниже представлено сравнение двух прогнозов по показателям отгрузок и ЕБИТДАС. К 2030 г. в сценарии с допэмиссиями мы видим отгрузки и ЕБИТДАС на 35-36% выше, чем в основном прогнозе.

Рис. 51: Прогноз отгрузок, млрд руб.


Источник: данные компании, Альфа-Банк

Рис. 52: Прогноз EBITDAC, млрд руб.


Источник: данные компании, Альфа-Банк

Таблица 53: Расчет стоимости 1 акции РТ в сценарии ежегодных допэмиссий на 7,5% начиная с 2025 года

Млрд руб.	2024П	2025П	2026Е	2027П	2028П	2029П	2030П	Терминальный период
Отгрузки	46,46	88,28	158,90	254,25	355,95	462,73	583,04	635,51
Выручка	43,21	82,10	147,78	236,45	331,03	430,34	542,23	591,03
EBITDA	20,45	37,87	68,87	112,46	161,69	214,18	274,90	299,65
EBITDA маржа	47,3%	46,1%	46,6%	47,6%	48,8%	49,8%	50,7%	50,7%
Амортизация ОС и НМА	-1,90	-2,59	-3,85	-6,03	-9,38	-14,05	-20,09	-35,46
EBIT	18,62	35,38	65,16	106,62	152,58	200,50	255,34	264,18
(плюс) Амортизация ОС и НМА	1,90	2,59	3,85	6,03	9,38	14,05	20,09	35,46
(минус) Налог на прибыль	-0,04	-1,76	-3,23	-5,31	-7,61	-10,00	-12,74	-66,05
(минус) Приобретение ОС и НМА	-6,71	-12,34	-21,48	-33,18	-46,45	-60,38	-76,08	-35,46
(плюс) Нетто изменение оборотного капитала	-6,95	-12,48	-21,65	-27,53	-33,64	-35,64	-40,81	-44,48
Денежный поток фирмы	6,83	11,39	22,65	46,63	74,26	108,53	145,81	153,66
Изменение обязательств по кредитам и займам	1,50	2,00	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Процентные расходы скорр. на ставку налога	-1,03	-1,52	-2,35	-2,56	-2,24	-2,61	-2,98	-2,33
Денежный поток на акционерный капитал	7,30	11,87	22,30	44,07	72,02	105,92	142,83	151,33
Cost of Equity	24,4%							
Терминальный темп роста	9,0%							
Период дисконтирования	0,61	1,61	2,61	3,61	4,61	5,61	6,61	0,00
Фактор дисконтирования	0,874	0,703	0,565	0,454	0,365	0,293	0,236	0,236
Приведенная стоимость ДП на акционерный капитал	6,38	8,34	12,60	20,01	26,29	31,07	33,68	
Дисконтированная терминальная стоимость								231,59
Количество акций для целей расчета целевой цены на акцию, млн	71,21	76,56	82,30	88,47	95,10	102,24	109,90	109,90
Изм., % г/г		7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	0,0%
Приведенная стоимость ДП в расчете на 1 акцию, руб.	89,65	108,96	153,06	226,18	276,41	303,95	306,46	2 107,16
Целевая цена на акцию (на 12М), руб.	3,572							
Стоимость бизнеса (EV)	260,90							
Вмененный мультипликатор EV/Выручка	6,04x	3,18x	1,77x	1,10x	0,79x	0,61x	0,48x	
Вмененный мультипликатор EV/EBITDA	12,76x	6,89x	3,79x	2,32x	1,61x	1,22x	0,95x	
Вмененный мультипликатор PE	20,82x	11,58x	6,30x	3,84x	2,68x	2,04x	1,60x	

Источники: данные компании, Альфа-Банк

Наш анализ показывает стоимость 1 акции РТ в сценарии с увеличением капитала на уровне 3 572 руб., что выше текущей рыночной цены на 23%. Соответственно, мы делаем вывод, что проведение допэмиссий в будущем не предполагают риск снижения фундаментальной стоимости и падения бумаги.

Наша целевая цена по акциям Positive Technologies составляет **4 100 руб.**, что на 41% выше текущей рыночной котировки. Соответственно, мы присваиваем акциям рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА.**



По текущим котировкам акции POSI торгуются по мультипликатору 2024-25П EV/EBITDA на уровне 10,46х-5,79х, что предполагает премию 7% к медианному уровню по компаниям-аналогам сектора по мультипликатору 2024П и дисконт 17% по мультипликатору 2025П. Вмененный мультипликатор предполагает увеличение премии к аналогам по 2024П EV/EBITDA до 50% и премию по 2025П EV/EBITDA на уровне 15%.

Таблица 54: Мультипликаторы компаний-аналогов технологического сектора

Млн. руб.	Цена, руб.	Кол-во акций, млн	Капитализация	Чистый долг	EV	EV /	EV /	EV /	EV /	EV /	EV /	PE	PE	PE
						Выручка '24П	Выручка '25П	Выручка '26П	EBITDA '24П	EBITDA '25П	EBITDA '26П	'24П	'25П	'26П
Positive Technologies	2 911	71,2	207 332	6 539	213 872	4,95x	2,68x	1,65x	10,46x	5,79x	3,52x	11,15x	6,37x	3,85x
Astra	560	210,0	117 495	-1 520	115 975	6,75x	3,86x	2,52x	15,25x	8,67x	5,34x	16,42x	9,79x	5,99x
IVA	236	100,0	23 585	368	23 953	5,73x	3,45x	2,34x	8,57x	5,25x	3,51x	9,63x	5,60x	3,73x
Yandex	3 912	379,5	1 484 423	111 231	1 595 654	1,42x	1,09x	0,86x	7,77x	5,22x	3,55x	14,33x	11,33x	7,08x
VK	423	226,2	95 752	151 551	247 303	1,42x	1,12x	0,90x	35,31x	14,25x	7,76x	Отр.	Отр.	Отр.
Cian	721	70,0	50 455	-7 374	43 081	2,90x	2,28x	1,79x	9,73x	7,10x	4,85x	18,06x	10,76x	7,27x
HeadHunter	3 908	50,6	197 884	-24 526	173 358	4,20x	3,13x	2,43x	7,35x	5,40x	4,16x	8,37x	6,62x	5,05x
Softline	154	324,0	50 026	-436	63 571	0,66x	0,55x	0,47x	10,10x	7,01x	5,35x	47,16x	12,46x	7,63x
Медиана по аналогам						2,90x	2,28x	1,79x	9,73x	7,01x	4,85x	15,38x	10,28x	6,53x
<i>Премия(дисконт) POSI к аналогам</i>						<i>70,5%</i>	<i>17,3%</i>	<i>-7,8%</i>	<i>7,4%</i>	<i>-17,4%</i>	<i>-27,5%</i>	<i>-27,5%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-41,0%</i>
Вмененный мультипликатор POSI						6,91x	3,73x	2,31x	14,59x	8,08x	4,91x	15,70x	8,96x	5,43x
<i>Премия(дисконт) к медиане по аналогам</i>						<i>137,9%</i>	<i>63,7%</i>	<i>28,7%</i>	<i>49,9%</i>	<i>15,3%</i>	<i>1,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-12,8%</i>	<i>-16,9%</i>

Источники: данные компаний, CBonds, Альфа-Банк



Таблица 55: Финансовые показатели Positive Technologies

ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ									
Компания	Positive Technologies	Целевая цена	4 100 Р		Вмененные мультипликаторы:				
Тикер (МОЕХ):	POSI RX	Текущая цена	2 911 Р		2024П	2025П	2026П		
Сектор:	ИТ	Рекомендация	Выше рынка		PE	11,1x	6,4x	3,9x	
Рын. капитализация, млрд руб.	207.3	Потенциал роста	41%		EV / EBITDA	10,5x	5,8x	3,5x	
Доля акций в свободном обращении	21.3%				EV / Выручка	4,9x	2,7x	1,7x	
БАЛАНС, млн руб.									
		2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
ОС и НМА		6 184	9 312	14 119	23 546	38 551	59 176	86 363	119 939
Прочие долгосрочные активы		127	279	279	279	279	279	279	279
Торговая и прочая дебиторская задолженность		6 927	16 969	31 544	55 159	86 767	122 057	164 777	210 914
Прочие оборотные активы		182	121	170	195	186	269	363	465
Денежные средства и эквиваленты		4 122	1 684	3 483	5 250	9 686	17 000	24 754	34 916
Всего активы		17 542	28 364	49 595	84 428	135 468	198 780	276 536	366 513
Краткосрочные кредиты и займы		1 946	2 803	3 208	3 748	4 288	4 288	4 288	4 288
Прочие краткосрочные обязательства		3 957	5 933	13 611	25 548	41 007	58 614	77 832	98 479
Долгосрочные кредиты и займы		2 851	2 874	3 969	5 429	6 889	6 889	6 889	6 889
Прочие долгосрочные обязательства		490	3 554	3 554	3 554	3 554	3 554	3 554	3 554
Всего обязательства		9 244	15 164	24 342	38 279	55 738	73 345	92 564	113 210
Акционерный капитал		8 298	13 200	25 253	46 149	79 730	125 436	183 972	253 303
Всего обязательства и акционерный капитал		17,542	28 364	49 595	84 428	135 468	198 780	276 536	366 513
Чистый долг (ден. средства)		675	3 993	3 694	3 927	1 491	(5 823)	(13 577)	(23 739)
Чистый долг / 12M EBITDA		0,1x	0,4x	0,2x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,1x
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, млн руб.									
		2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Отгрузки с НДС		14 508	25 529	46 463	85 957	139 251	201 914	272 583	348 907
Выручка		13 775	22 213	43 211	79 940	129 503	187 780	253 502	324 483
Себестоимость		(1 302)	(1 459)	(3 327)	(6 155)	(9 324)	(12 581)	(15 717)	(20 118)
Валовая прибыль		12 473	20 753	39 884	73 785	120 179	175 198	237 785	304 365
Валовая рентабельность		90,5%	93,4%	92,3%	92,3%	92,8%	93,3%	93,8%	93,8%
Коммерч., админ. и пр. опер. расходы и доходы		(6,372)	(10 931)	(21 264)	(39 338)	(63 080)	(90 526)	(120 943)	(153 185)
EBITDA		6 824	10 826	20 454	36 939	60 776	90 204	124 957	162 758
EBITDA маржа		49,5%	48,7%	47,3%	46,2%	46,9%	48,0%	49,3%	50,2%
EBITDAC		5 206	8 920	15 575	27 912	47 449	72 757	103 938	135 855
EBITDAC маржа		37,8%	40,2%	36,0%	34,9%	36,6%	38,7%	41,0%	41,9%
Амортизация ОС, НМА и прочих активов		735	1 031	1 904	2 589	3 814	5 724	8 383	11 955
Финансовые расходы и доходы, нетто		1	97	89	(64)	(328)	(319)	(67)	(92)
Прочие неоперационные доходы и расходы		(12)	(28)	(70)	(98)	(137)	(192)	(269)	(376)
Прибыль до налогообложения		6 091	9 891	18 639	34 286	56 634	84 161	116 506	150 712
Налог на прибыль		(5)	(219)	(39)	(1 714)	(2 832)	(4 208)	(5 825)	(7 536)
Чистая прибыль		6 086	9 672	18 599	32 571	53 802	79 953	110 681	143 177
Рентабельность по чистой прибыли		44,2%	43,5%	43,0%	40,7%	41,5%	42,6%	43,7%	44,1%
Чистая прибыль скорр. (НИС)		4 963	8 740	15 567	26 962	45 663	69 526	98 461	127 535
Дивиденд на акцию, руб.		19,56	72,61	99,19	163,95	283,95	480,91	732,22	1 036,96
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, млн руб.									
		2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Чистые денежные потоки от операционной деятельности		4 250	5 460	13 558	23 458	41 476	67 910	95 469	129 538
Приобретение и создание ОС, НМА и дочерних компаний		(1 541)	(2 082)	(4 105)	(7 627)	(13 190)	(20 118)	(27 940)	(37 289)
Чистые денежные потоки от инвестиционной деятельности		(1 875)	(3 561)	(6 711)	(12 016)	(18 819)	(26 349)	(35 571)	(45 531)
Дивиденды акционерам		(1 291)	(4 792)	(6 547)	(11 675)	(20 221)	(34 247)	(52 145)	(73 846)
Чистые денежные потоки от финансовой деятельности		984	(4 336)	(5 047)	(9 675)	(18 221)	(34 247)	(52 145)	(73 846)
Чистое изменение денежных средств и их эквивалентов		3 357	(2 439)	1 800	1 767	4 436	7 314	7 754	10 162
Чистый денежный поток (ОДП - ИДП)		2 231	1 720	6 847	11 442	22 657	41 562	59 899	84 008
ОЦЕНКА									
		2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
EV/Выручка (x)		15,5x	9,6x	4,9x	2,7x	1,7x	1,1x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA (x)		31,3x	19,8x	10,5x	5,8x	3,5x	2,4x	1,7x	1,3x
P/E (x)		34,1x	21,4x	11,1x	6,4x	3,9x	2,6x	1,9x	1,4x
Див. доходность к текущей цене (%)		0,6%	2,3%	3,2%	5,6%	9,8%	16,5%	25,2%	35,6%

Источник: данные компании, Альфа-Банк, Сбондс



Приложение 1. Описание продуктов и решений Positive Technologies

Рис. 56: Описание продуктов компании

Продукт	Запуск	Описание
Метапродукты		
MaxPatrol O2	2021	Первый метапродукт Positive Technologies. В то время как другие продукты компании играют роль сенсоров, которые знают обо всем, что происходит в IT-инфраструктуре предприятия, MaxPatrol O2 анализирует полученные от них данные, обнаруживает злоумышленника, определяет захваченные им ресурсы, прогнозирует сценарий развития атаки с учетом недопустимых для компании событий и останавливает атаку до того, как компании будет нанесен непоправимый ущерб. MaxPatrol O2 способен заменить центр мониторинга в компании любого размера, работая в режиме 24/7. Для управления им достаточно одного человека
MaxPatrol Carbon	2024	Второй метапродукт, задача которого — подготовить инфраструктуру компании к отражению кибератак. Система анализирует инфраструктуру глазами хакера и моделирует потенциальные векторы атак, чтобы выделить все сценарии, которые могут привести злоумышленника к реализации недопустимых для компании событий или к критически важным активам.
Защита инфраструктуры		
XSpider	1999 (бесплатный) / 2003 (коммерческий)	Профессиональный сканер уязвимостей, позволяющий оценить реальное состояние защищенности IT-инфраструктуры. Решение быстро и точно определяет компоненты сети, сканирует сетевые ресурсы на наличие уязвимостей и выдает рекомендации по их устранению
MaxPatrol 8	2008	Система предназначена для обеспечения контроля безопасности и соблюдения стандартов безопасности информационных систем посредством тестирования на проникновение, системных проверок и контроля соответствия требованиям
PT Application Firewall	2013	Решение для защиты веб-приложений от известных и неизвестных атак, включая OWASP Top 10, автоматизированные атаки, атаки на стороне клиента и атаки нулевого дня. В 2015 и 2016 году продукт вошел в рейтинг аналитического агентства Gartner – Magic Quadrant for Web Application Firewalls (магический квадрант Гартнера для межсетевых экранов прикладного уровня) как «визионер» рынка на мировом уровне
MaxPatrol SIEM	2015	ПО, предназначенное для мониторинга событий безопасности и автоматического выявления хакерских атак
PT MultiScanner	2016	Система защиты от вредоносных программ. Она обнаруживает вирусные угрозы, блокирует их распространение в инфраструктуре и обнаруживает скрытое присутствие вредоносных программ, используя оптимальный набор антивирусов и уникальные правила Центра безопасности PT Expert
ПТ Ведомственный центр	2017	Продукт, который автоматизирует процесс обработки инцидентов и информирует о них Национальный координационный центр по компьютерным инцидентам (НКЦКИ) и другие отраслевые CERT
PT Network Attack Discovery (PT NAD)	2018	Система глубокого анализа сетевого трафика (NTA) для выявления атак на периметре и внутри сети
MaxPatrol VM	2020	Продукт позволяет выстроить полный цикл управления уязвимостями: от сбора информации об ИТ-активах, выявления и приоритезации уязвимостей по уровню их опасности до контроля за их устранением
PT Sandbox	2020	Песочница, позволяющая защищать компанию от целевых и массовых атак с применением современного вредоносного ПО
PT Platform 187	2021	Программно-аппаратный комплекс для реализации основных функций безопасности значимых объектов КИИ и взаимодействия с главным центром ГосСОПКА. Платформа включает в себя набор технических средств, который помогает выполнить основные требования законодательства, автоматизирует процессы ИБ в организации и значительно повышает их эффективность
PT XDR	2021	Решение для идентификации сложных киберугроз и реагирования на них. Оно собирает и анализирует разрозненные данные из множества систем, позволяя обнаруживать хакерские действия в любой инфраструктуре и автоматически реагировать на атаки
PT Threat Intelligence Feeds	2022	Потоки данных об индикаторах компрометации (вредоносных доменах, IP-адресах, ссылках и хеш-суммах файлов). Они позволяют SOC-командам быть в курсе актуальных угроз ИБ. Эксперты PT ESC собирают сведения для PT Threat Intelligence Feeds, когда расследуют инциденты и изучают деятельность хакерских группировок; кроме того, используются обезличенные данные о работе продуктов Positive Technologies.
MaxPatrol EDR	2023	Продукт помогает оперативно выявлять сложные угрозы и целевые атаки, обеспечивает своевременное реагирование и автоматизирует рутинные операции, учитывая особенности инфраструктуры и ИБ-процессов в компании. MaxPatrol EDR способен работать автономно, легко встраивается в инфраструктуру компании и не конфликтует с другими средствами защиты информации.
PT Threat Analyzer		Программная платформа для накопления и использования знаний об угрозах ИБ. Система PT Threat Analyzer собирает данные TI из внешних (коммерческие и открытые поставщики данных, WHOIS- и DNS-серверы) и внутренних (песочницы, анализаторы кода, пользователи) источников, представляет их в удобном виде, нормализует, дополняет контекстом и передает в продукты Positive Technologies.
PT Anti-APT		Комплекс раннего обнаружения сложных угроз PT Anti-APT позволяет быстро обнаружить присутствие злоумышленника в сети, обеспечить своевременное реагирование и воссоздать полную картину атаки для детального расследования.
PT NGFW	2024	Высокопроизводительный межсетевой экран нового поколения
PT Knockin	Апрель 2024	Симулятор атак на почту. Продукт за две минуты проверяет, как работают средства защиты – антивирусы, почтовые шлюзы, песочницы, межсетевые экраны и т. д., выдает вердикт о безопасности и формирует рекомендации по улучшению их работы.



Продукт	Запуск	Описание
Защита сети		
PT Industrial Security Incident Manager (PT ISIM)	2016	Система управления инцидентами кибербезопасности АСУ ТП
PT Industrial Cybersecurity Suite (PT ICS)	2022	Комплексная платформа для защиты промышленности от киберугроз, которая позволяет обнаруживать злоумышленника на всех этапах развития атаки в промышленных средах и своевременно реагировать на них. PT ICS обеспечивает комплексную безопасность в индустриальном сегменте компании, начиная от сетевых узлов и заканчивая технологическими устройствами
Безопасная разработка		
PT Application Inspector	2013	Клиентский продукт для защиты приложений, который выявляет уязвимости и ошибки в приложениях, позволяет специалистам по информационной безопасности выявлять и подтверждать уязвимости в исходном коде, а разработчикам - ускорять исправление кода на ранних стадиях разработки
PT BlackBox	2022	PT BlackBox позволяет анализировать защищенность приложений, выявлять и устранять уязвимости в них на ранней стадии разработки. PT BlackBox использует метод черного ящика при сканировании приложений (имитирует поведение злоумышленника, у которого нет знаний о внутреннем устройстве приложения), что позволяет оценивать защищенность веб-приложения без использования каких-либо исходных данных, кроме адреса веб-цели
PT Container Security	2023	Продукт предоставляет набор инструментов для защиты программных продуктов на различных этапах жизненного цикла и дает всем пользователям доступ к экспертизе по ИБ, обеспечивающей лучшие отраслевые стандарты и практики по безопасности контейнеров (контейнер — это программный пакет, который включает в себя все необходимое для запуска программного обеспечения: приложение, его зависимости, библиотеки и системные инструменты).
Защита контейнеров и облачных сред		
PT Cloud Application Firewall	2023	Облачный межсетевой экран для веб-приложений и API, который защитит от кибератак, утечки данных, не позволит злоумышленникам получить доступ к учетным записям пользователей

Источник: данные компании



Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник управления Акции
+7 (495) 783 5101

Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru

Управление аналитики

Начальник управления

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D.

norlova@alfabank.ru
+ 7 (495) 795-3677

Валерия Кобяк

vkobyak@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Иван Леонов

ileonov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0788519)

Рынок акций

Стратегия

Джон Волш

jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

TMT, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова

akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Елизавета Дегтярева

edegtyareva@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Финансы

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Нефть и Газ

Никита Блохин

nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Электроэнергетика

Анастасия Егазарян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

Потребительский

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Редактор

Максим Сухманский

msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев

didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазарян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

Недвижимость

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

Долговой рынок

Мария Радченко

mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Никита Еуров

neurov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

Александр Зоров

azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115

РЕПО

Олег Морозов

omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Анастасия Полтавская

apoltavskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

Альфа Директ

+7 (495) 786-4886

Торговые операции

Артем Белобров

abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров

makaroviv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

© Альфа-Банк, 2024 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.