

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИДЕЯ

POSITIVE TECHNOLOGIES

28 НОЯБРЯ 2023



ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И МЕТРИКИ

| | млрд руб. |
|------------------------------------|-----------|
| Капитализация | 141 |
| Стоимость компании | 144 |
| Чистый долг, на конец 3К23 | 3 |
| Выручка, прогноз 2024 | 50 |
| EBITDA, прогноз 2024 | 14 |
| Рентабельность EBITDA | 28% |
| EV/EBITDA 2024 POSI | 10x |
| EV/EBITDA 2024 индекса Мосбиржи | 5.0x |
| Премия к рынку | 100% |
| EV/EBITDA 2024 техсектора МосБиржи | 8.6x |
| Премия к техсектору | 16% |

Источник: МосБиржа, прогнозы ИК Айгенис

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИДЕЯ

На наш взгляд, инвестиционная привлекательность акций Positive Technologies (далее POSI) главным образом зависит от двух факторов:

- + Способности реализовать план по увеличению рыночной доли с 10% (наша оценка) до анонсированных компанией 30% в течение нескольких лет.
- Количества выпущенных акций в рамках будущих допэмиссий.

Первый процесс (рост рыночной доли) будет логично транслироваться в рост капитализации и акций компании, в то время как второй процесс (допэмиссия) будет, по нашему мнению, существенно их сдерживать, так как доли действующих акционеров будут размываться.

Мы считаем, что эффект от роста рыночной доли будет перекрывать негатив от допэмиссий, и по совокупности факторов акции компании являются привлекательными для долгосрочного инвестирования.

ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА

Исходя из нашего прогноза двукратного роста выручки POSI в 2024 г. до 50 млрд руб. (прогноз самой компании: 45-50 млрд руб.) и 25% допэмиссии акций мы оцениваем потенциал роста акций на горизонте 12 месяцев в 60% до 3 400 руб. Бонусом может произойти переоценка рынком мультипликаторов POSI в сторону повышения в случае сильных результатов компании, равно как и наоборот.

Долгосрочный фактор роста: рост рыночной доли до 30%

POSI ожидает продажи в 2023 г. в диапазоне 22.5-27.5 млрд руб. Объем рынка информационной безопасности, согласно прогнозам Центра стратегических разработок (ЦСР), составит 252 млрд руб., таким образом, мы оцениваем рыночную долю POSI в 10% по итогам 2023 г.

POSI является перспективной ИТ-компанией в активной фазе роста, и инвесторы в случае таких компаний, как правило, ориентируются на ее способность показывать высокий темп роста выручки. При этом EBITDA, рентабельность и свободный денежный поток отходят на второй план, так как быстрый рост рыночной доли всегда сопряжен с высокими затратами.

ЦСР прогнозирует рост рынка до 559 млрд руб. в 2027 г., при этом POSI планирует довести долю до 30% «в ближайшие годы». Если предположить, что компания осуществит свои планы в 2027 г. (через 4 года), то, по нашим расчетам, ее выручка вырастет относительно 2023 г. в 7 раз.

Мы прогнозируем, что капитализация POSI вырастет на сопоставимую с темпом роста выручки величину при прочих равных. Если компания покажет хороший «execution», рынок переоценит мультипликаторы компании в сторону повышения, что ускорит рост акций. На текущий момент об этом говорить рано: в ноябре компания понизила прогноз продаж на 2023 г. примерно на 10% от своей первоначальной оценки.

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2027/2023 |
|-------------------------------------|------|------------|------|------|------|------------|-----------|
| Объем рынка, прогноз ЦСР, млрд руб. | 193 | 252 | 334 | 399 | 472 | 559 | 2x |
| Выручка POSI, млрд руб. | 14 | 25 | 50 | 79 | 118 | 168 | 7x |
| Доля рынка | 7% | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% | |

Источник: ЦСР, данные компании, прогноз ИК Айгенис

Согласно нашим расчетам, при росте капитализации на 100%, рост цены акции составит всего 60%, так как 40% будет размыто допэмиссией. В долгосрочной перспективе при достижении компанией запланированной 30% доли ИБ-рынка мы оцениваем рост ее капитализации в 7 раз, при этом рост акций будет намного слабее, в 4 раза, из-за размытия долей допэмиссией.

Позитивным моментом в программе допэмиссии мы видим то, что она является инструментом удержания и привлечения ценных кадров, на которых завязан успех любой ИТ-компании, поэтому, вероятно, долгосрочно эта программа будет плюсом для действующих акционеров, чем минусом.

Мы считаем, что EBITDA и чистая прибыль без учета капитализируемых расходов будут под сильным давлением в ближайшие годы вследствие того, что компания будет находиться в активной фазе инвестиций, поэтому дивидендная доходность акций будет низкой.

Ключевой негативный фактор: допэмиссия акций

Компания анонсировала планы проводить допэмиссии на 25% от акций в обращении при росте капитализации на 100%, при этом для оценки капитализации POSI будет ориентироваться не на стоимость компании на МосБирже, а на собственные расчеты.

Допэмиссия, как правило, является негативным событием для существующих акционеров, так как она приводит к размытию их доли. В большинстве случаев новости о допэмиссии приводят к падению котировок в зависимости от ее размера.

Как правило, ИТ-компании используют опционные программы для поощрения сотрудников, которые финансируются либо за счет выкупленных акций с биржи, либо за счет умеренной допэмиссии (до 5% от акций в обращении). POSI пока не представил формулу расчета количества новых акций в рамках будущих допэмиссий, но мы считаем, что это будет намного более последовательный процесс, чем единовременный выпуск новых акций в 25% от уставного капитала, так как программа выпуска не обкатана, а сообщение об увеличении акций в обращении на 25%, вероятнее всего, приведет к обвалу котировок.

ДОЛГОСРОЧНЫЕ ФАКТОРЫ РОСТА

Мы считаем, что долгосрочная привлекательность акций POSI обусловлена следующими факторами:

- Рост числа киберугроз (при этом геополитические события придали мощный импульс отрасли) и дальнейшая адаптация ИБ-технологий российскими компаниями. По оценке ЦСР, рынок кибербезопасности будет расти с CAGR 24% в год в ближайшие 5 лет (рост в 3 раза к 2027 г. относительно 2022 г.)
- Переток клиентов от ушедших зарубежных вендоров к российским. POSI – best-in-class разработчик (в числе его клиентов в России – 80% участников рейтинга «Эксперт-400»), поэтому мы видим компанию одним из главных бенефициаров этого тренда. До 2022 г. на зарубежных вендоров приходилось 40% рынка, и к сегодняшнему дню их доля упала ниже 30%. Мы ожидаем, что этот сегмент будет практически полностью захвачен российскими компаниями в ближайшие годы.
- Переход клиентов на комплексные продукты: компании по всему миру переходят от точечных решений для противодействия киберугрозам к комплексным продуктам. Этот тренд позитивен для выручки ИБ-компаний вследствие роста объема предлагаемых продуктов и сервисов, а также снижает риски перехода клиента к другому вендору из-за высоких “switching costs”. Лояльность клиентов – высокая: retentionrate (доля клиентов, продливших лицензии) составил 94% в 2023г.
- Международная экспансия компании: POSI заинтересована в выходе и расширении присутствия на рынках Ближнего и Среднего Востока, Латинской Америки, Азии и Африки. Компания планирует довести долю зарубежной выручки до 10% в ближайшие годы. По оценке ЦСР российские компании могут занять 20% от \$40-миллиардного рынка кибербезопасности дружественных стран.
- Господдержка: правительство РФ приняло ряд мер в 2020-2022 г. по стимулированию ИТ-отрасли, включая налоговые льготы, гранты и другие формы поддержки. Ужесточаются требования государства к защите объектов критической инфраструктуры. С 2025 г. в силу вступит закон, который обяжет госорганизации пользоваться только отечественными средствами информационной безопасности.

РИСКИ

- Уход ключевых разработчиков: человеческий капитал – основа ИТ-компании.
- Высокая конкуренция: на рынке много «громких» имен (Лаборатория Касперского, CheckPoint, BI.ZONE).
- Отмена льготного налогообложения ИТ-отрасли.

ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ

Positive Technologies – российский разработчик продуктов в сфере информационной безопасности. POSI занимает 2-е место на российском ИБ-рынке по выручке (после Лаборатории Касперского). Обе компании имеют заметный отрыв от конкурентов (BI.ZONE, Check Point, Ростелеком-Солар). Последние 3 года средний темп роста выручки POSI составлял 60%, что существенно выше среднего темпа роста рынка (20%).

В портфеле POSI более 20 продуктов и решений, и их количество стремительно растет. Продукты компании занимают лидирующие позиции на своих рынках.

Финансовые результаты компании имеют ярко выраженную сезонность: на IV квартал приходится 55% годовой выручки. Долговая нагрузка – низкая: соотношение «чистый долг/EBITDA» на конец 3К23 составляло 0.55x.

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ



Общее количество обыкновенных акций: 66 млн шт.

Доля акций в свободном обращении: 12%.

ООО ИК “Айгенис”

Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)

+7(495) 21-21-101

Управляющий инвестиционным портфелем

Язев Владимир

vyazev@aigenis.ru

+7 (925) 047-41-46

Аналитический отдел

Сидоров Александр

asidorov@aigenis.ru

+7 (977) 100-79-00

Трейдинг

Киркевич Александр

akirkevich@aigenis.ru

+7 (993) 230-22-14

Отдел продаж инвестиционных продуктов

Алексей Смирнов

asmirnov@aigenis.ru

+7 (999) 003-08-06

Денис Сорокин

dsorokin@aigenis.ru

+7 (929) 938-39-90

Иван Дрень

idren@aigenis.ru

+7 (926) 660-00-50

Валентин Зуйков

vzuykov@aigenis.ru

+7 (965) 399-52-00

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее – Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия Компании.

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022