

Группа Позитив

Отчет за 1П 2024

■ positive technologies

Аналитика – акции РФ

25 июля 2024 года

Тикер	POSI
Статус	BUY
Последняя цена	3026
Целевая цена	5176
Потенциал	71%

Контакты:

Александр Сайганов

Head of Research

a.sayganov@invest-heroes.ru

Светлана Дубровина

Senior Analyst

s.dubrovina@invest-heroes.ru

Telegram

InvestHeroes

[@InvestHeroes](https://t.me/InvestHeroes)

Команда растет, 4-й квартал покажет успехи

Финансовые результаты за 1П 2024 г.

- Отгрузки выросли до 4.9 млрд руб. (+8% г/г);
- Выручка составила 5.3 млрд руб. (+13% г/г);
- Показатель EBITDA составил -3.7 млрд руб. (против -0.01 млрд руб. за 1П 2023 г.). Снижение обусловлено ростом команды разработки, а также повышением вложений в рекламу и маркетинг. По нашим прогнозам, в 2024 г. EBITDA вырастет до 19.5 млрд руб. (+80% г/г).

Результаты первых трех кварталов нерепрезентативны для оценки выручки из-за высокого эффекта сезонности. Основная вводная для нас по итогам этой отчетности – обновление прогнозов по расходам.

Млрд руб.	1H24	1H23	YoY, %	Динамика акции POSI LTM
Отгрузки	4.9	4.6	8.0%	
Выручка	5.3	4.7	13.0%	
EBITDA	-3.7	-0.0	-	
EBITDAC	-6.6	-1.7	-	

Outlook

Ключевым вопросом оценки остается успех новых продуктов Positive, который мы сможем оценить только по итогам 4кв 2024. С учетом подтверждения гайденса менеджментом при длинном цикле контрактации (265 дней) мы считаем выполнение нашего прогноза высоковероятным, возможно компания его превысит.

Мы повысили прогноз по EBITDA'24 с 17.8 до 19.5 млрд руб (+80% г/г) и понизили прогноз по EBITDA'25 с 36.1 до 31.9 млрд руб (+64% г/г). Суммарный эффект за два года – умеренное снижение прогноза. Причина – мы видим перераспределение расходы в сторону большей доли зарплат, которые отражаются как CAPEX, это связано с разработкой новых продуктов и активным ростом бизнеса. Также, мы повысили прогноз по количеству сотрудников с учетом рекордных темпов роста команды разработки в 1П2024.

Мы повышаем целевую цену в связи с приближением прогнозных результатов 2025 года на один квартал с 4 571 до 5 176 руб/акцию. BUY

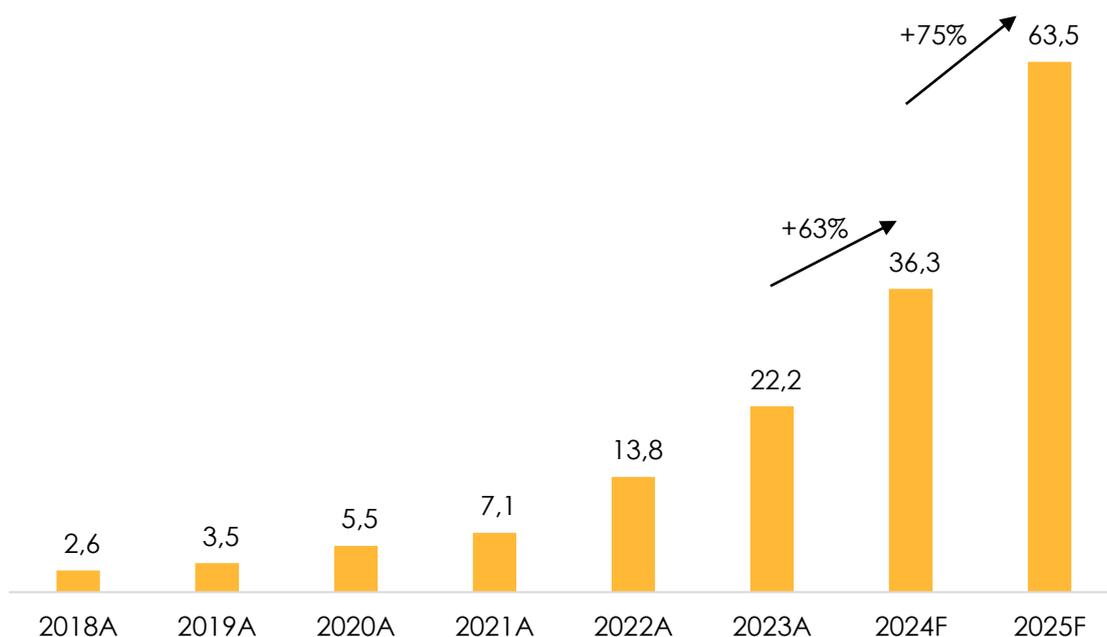


Прогноз по выручке без изменений

Прогноз по выручке сохраняем без изменений. Менеджмент подтвердил план по отгрузкам на 2024 год на уровне 40-50 млрд руб. Мы консервативно закладываем нижнюю границу плана в 40 млрд руб, что соответствует выручке 36.3 млрд руб по итогам 2024 года.

Результаты первых трех кварталов нерепрезентативны для изменения прогнозов по выручке в связи с тем, что основной фокус команды Позитива сейчас на крупных контрактах с большими заказчиками. Цикл контрактования с учетом всех процессов (тендеров, тестов и т.д.) длинный, и большая часть отгрузок происходит в конце года. По итогам 2023 65% отгрузок пришлось на 4-й квартал, менеджмент ожидает, что в 2024-м и далее доля 4-го квартала в годовых отгрузках продолжит расти. С учетом комментариев о том, что мелкие продажи сейчас не в приоритете, рост доли 4-го квартала выглядит разумным.

Прогноз по выручке, млрд руб.



Расходы на уровне ожиданий

В части издержек до EBITDA темпы роста зарплат в 1П оказались умеренно ниже наших ожиданий. Более низкие издержки связаны с ростом доли зарплат, которые отражаются в отчетности в виде капитализированных расходов. Это зарплаты сотрудникам, которые работают над разработкой новых продуктов. В прогнозе мы несущественно смещаем ожидания по зарплатам в отчете о прибылях и убытках: в 2024 году снизили прогноз с 13.5 до 11.8 млрд руб, в 2025 году повысили с 19.8 до 24 млрд руб, это связано с временным перераспределением долей зарплат сотрудникам, работающим над действующими продуктами и сотрудникам, занятым разработкой новых.

Также, мы повысили прогноз по кол-ву сотрудников с 2.9 до 3.2 тыс на конец года с учетом новых рекордных темпов роста сотрудников в 1-м полугодии (+478 человек) и планов компании по большому росту в 2025 году.

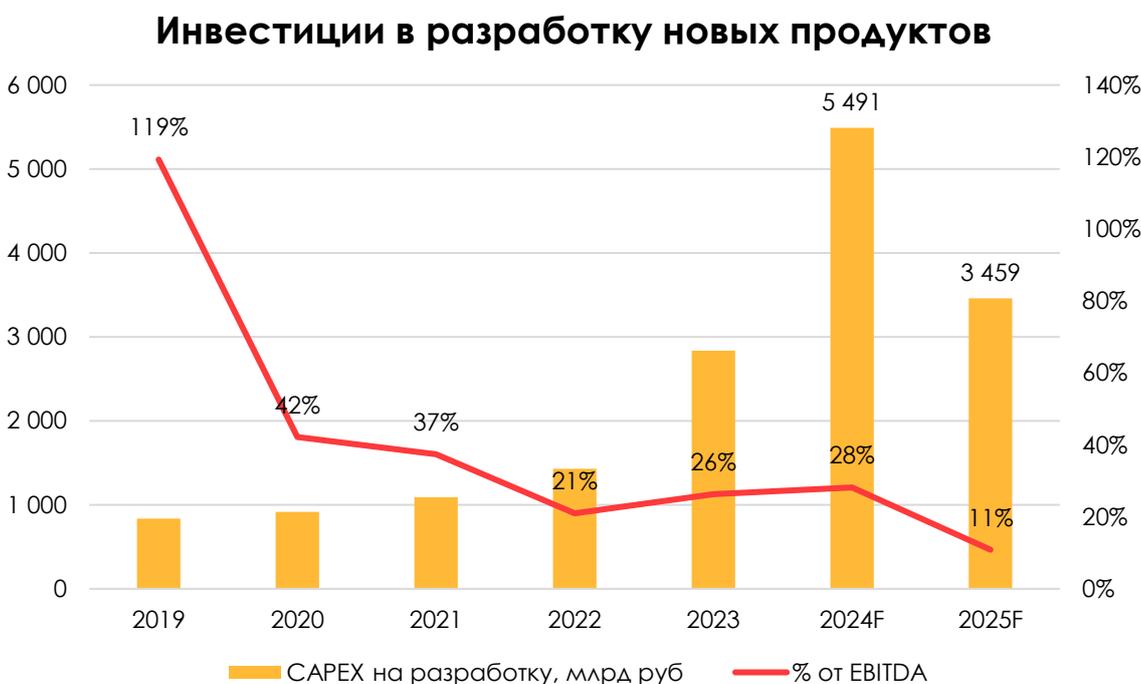
Расходы на продвижение и маркетинг соответствуют нашим ожиданиям, сохраняем прогнозы по ним без изменений.

Ключевые издержки в P&L, млн руб



Инвестиции

Резко выросли капитализированные зарплаты (денежные расходы на создание НМА). По итогам 1П 2.4 млрд руб (+85% г/г). Мы пересмотрели прогноз в сторону повышения. Считаем разумно, что для достижения больших планов по росту инвестиции в разработку новых продуктов должны увеличиться.



Не считаем, что текущие инвестиции среднесрочно меняют конверсию из EBITDA в денежный поток, поэтому целевой мультипликатор остается прежним.

Прогноз по 2025 году будет корректироваться по мере появления планов компании по новым продуктам в 2025-2026 годах. В таком случае будет меньше доля расходов, которая приходится на P&L, но выше доля расходов в CAPEX.

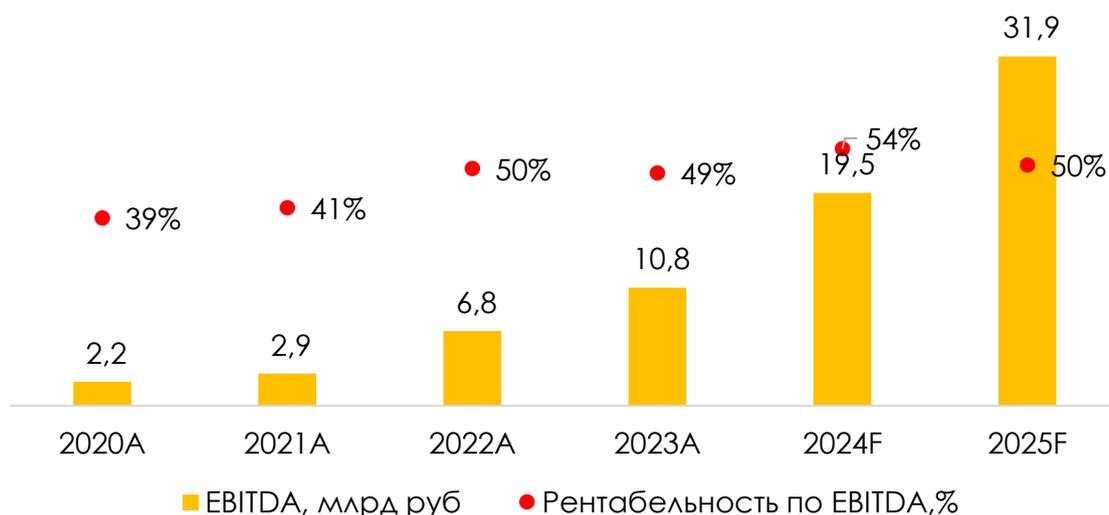


Перспективы

1. Новые продукты. В 4-м квартале мы сможем увидеть эффект от запуска новых продуктов MaxPatrol Carbon и PT NGFW, межсетевого экрана нового поколения. С учетом длительного цикла контрактования закупок крупными покупателями (средний срок закрытия сделок 265 дней) мы считаем, что подтверждение менеджментом плана в 40-50 млрд руб отгрузок говорит о высокой вероятности выполнения плана (т.к. компания видит пайплайн покупателей, работает с ними 3-4 квартала со старта сделки до момента отгрузки).

2. Международная экспансия. Компания уже четко обозначает, что выход на международные рынки - часть ее стратегии. Как мы понимаем, уже около года компания продвигает свои продукты для зарубежных покупателей. С учетом длинного цикла принятия решения о покупке реалистично, что в 2024 мы еще не увидим существенно выручки от международного направления, но в 2025-2026 эта выручка может нарастать и стать позитивным "белым лебедем" для прогнозов финрезультатов Позитива. Позитив накопил ценный опыт, отражая беспрецедентные кибератаки в 2022-2024, мы считаем, что у его продуктов есть потенциал конкурировать на мировом рынке. В качестве целевых рынков Позитив выделяет страны Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии.

Прогноз EBITDA, млрд руб.



Оценка

Ключевым вопросом оценки остается успех новых продуктов Positive, который мы сможем оценить только по итогам 4кв 2024. С учетом подтверждения гайденса менеджментом при длинном цикле контрактации мы считаем выполнение как минимум нашего прогноза высоковероятным.

В 2025-м году ожидаем анонсов новых продуктов, чтобы оправдать план менеджмента по отгрузкам 70-100 млрд руб и текущие быстрорастущие расходы на разработку

Мы повышаем целевую цену акций Группы Позитив с с 4 571 до 5 176 руб/акцию (потенциал роста – 71%) в результате:

- приближения прогнозных результатов 2025 года на один квартал (позитивный эффект)
- Повышение прогноза по EBITDA'24 с 17.8 до 19.5 млрд руб (+80% г/г) и снижение прогноза по EBITDA'25 с 36.1 до 31.9 млрд руб (+64% г/г) (негативный эффект на оценку)

Мультипликаторный метод 24-25

EBITDA	млрд руб.	25,7
Целевой мультипликатор	x	16,3

Оценка

Целевая EV	млрд руб.	418,7
Чистый долг	млрд руб.	5,9
Целевая капитализация	млрд руб.	412,8
Кол-во акций	млн шт.	79,7

Целевая цена	руб.	5176
Потенциал роста	%	71%

Текущая цена акции	руб./акция	3026
--------------------	------------	------

Мы по-прежнему считаем Группу Позитив долгосрочно привлекательным активом за счет существенного роста будущих финансовых показателей. Позитив – одна из самых быстрорастущих компаний на российском рынке.

Позитив является ключевым игроком рынка кибербезопасности в России, и продолжает увеличивать свои доходы как за счет роста рынка, так и за счет захвата доли на нем из-за ухода иностранных вендоров (в 2024 г. ярко проявлено импортозамещение, так как компании откладывали этот процесс).

Также дополнительным долгосрочным драйвером для развития бизнеса компания видит международную экспансию (есть спрос на уникальный опыт России в сфере кибербезопасности).



ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Упоминаемые в аналитическом отчете финансовые инструменты могут не подходить соответствующему лицу. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

INVEST HEROES

Контакты:

114115, Москва, Дербеневская наб., д. 7,
стр. 12

research@invest-heroes.ru

