



17 ноября 2022 г.

Группа Позитив

Цель: 1 500 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов
VDanilov@veles-capital.ru

Потенциал сохраняется

После резкой просадки в сентябре 2022 г. бумаги Позитива быстро вернулись на прежние уровни 1250-1300 руб. за акцию. Мы полагаем, что стоимость компании приближается к справедливым значениям (о чем может свидетельствовать недавнее SPO), однако определенный потенциал роста по-прежнему сохраняется. Позитив продолжаеткратно наращивать операционные и финансовые показатели, а в начале 2023 г. может объявить большие дивиденды за текущий год, по нашим расчетам, в размере 37,9 руб. на акцию (доходность 3%). Несмотря на высокую оценку по мультипликаторам в сравнении с отечественными компаниями, Позитив дешево оценен относительно зарубежных [аналогов](#), особенно с учетом отличной рентабельности и бурных темпов роста бизнеса. Таким образом, мы сохраняем целевую цену для бумаг Позитива на уровне 1 500 руб. с рекомендацией «Покупать».

Финансовые показатели. По итогам 3-го квартала 2022 г. [результаты](#) Позитива продолжили расти кратными темпами. Компания увеличила выручку в 2,7 раз, до 3 500 млн руб. EBITDA выросла в 4,2 раза, до 1 927 млн руб., с рентабельностью 55,1%. Тот факт, что темпы прироста EBITDA значительно превысили темпы прироста выручки, свидетельствует об эффективной работе с издержками в условиях высокой инфляции. Позитив нарастил чистую прибыль, являющуюся дивидендной базой, в 6,9 раз, до 1 686 млн руб. Свободный денежный поток вырос в 1,4 раз, до 534 млн руб., что позволило сократить долговую нагрузку.

SPO. В сентябре 2022 г. Позитив провел вторичное [размещение](#) акций в размере 1,4% УК. В результате free-float вырос до 11,9%. Продавцами небольших пакетов выступили мажоритарные акционеры. Размещение прошло по 1 062 руб. за акцию и покрыло лишь 35% максимального объема. В целом итоги SPO можно считать успешными, особенно с учетом того, что в период его проведения весь российский рынок находился под сильным давлением. Официальная цель SPO – привлечение новых долгосрочных инвесторов, наращивание free-float и ликвидности для получения статуса голубой фишки. Также мы полагаем, что крупные акционеры могли зафиксировать небольшую часть прибыли, полагая, что стоимость компании после резкого роста приблизилась к справедливым уровням.

Аналоги. По форвардным мультипликаторам EV/EBITDA 12,5x и P/E 14,7x Позитив оценен в 2 раза дешевле аналогов из других стран. Отчасти такой дисконт можно объяснить страновыми рисками и изолированностью российского фондового рынка, однако с точки зрения отраслевых оценок компанию все равно нельзя назвать дорогой, особенно если принимать во внимание форвардную рентабельность EBITDA 42,9% против отраслевой медианы 12,5%. В то же время компания, ставшая одним из немногих бенефициаров текущего кризиса, обладает самой высокой оценкой среди отечественных высокотехнологичных компаний. Так, бумаги Яндекса торгуются с форвардным EV/EBITDA 10,3x.

Динамика акций Позитива и ключевых фондовых индексов

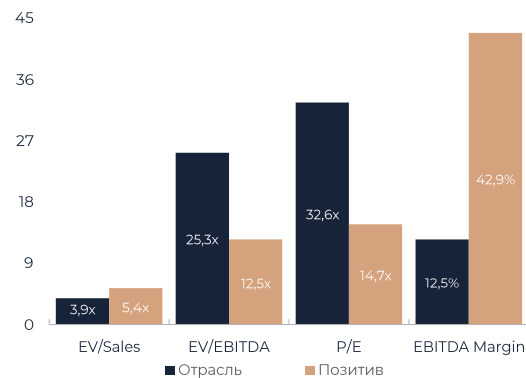


Информация об акциях компании

POSI	1 500
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
1 250	+20%
Текущая цена, руб.	Потенциал
477/1 347	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн руб.	3К 2021	3К 2022	+/-
Выручка	1 289	3 500	2,7x
EBITDA скорр.	455	1 927	4,2x
Рентабельность EBITDA скорр.	35,3%	55,1%	+19,8 п.п.
Чистая прибыль	245	1 686	6,9x
Рентабельность чистой прибыли	19,0%	48,2%	+29,2 п.п.
Свободный денежный поток	386	534	1,4x

Форвардные мультипликаторы и рентабельность EBITDA 2022П



Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



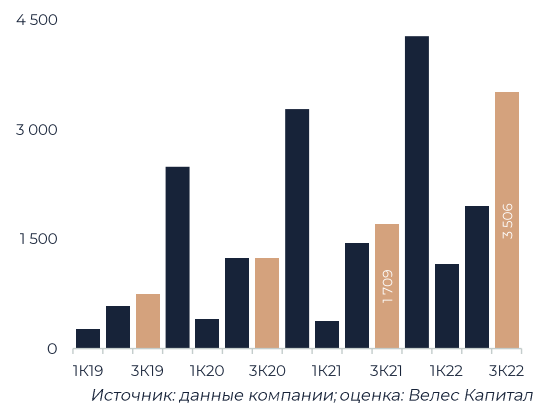
Операционные показатели. В 3-м квартале 2022 г. продажи Позитива выросли в 2,1 раз, до 3 506 млн руб., благодаря росту спроса на отечественные услуги кибербезопасности на фоне ухода западных вендоров и участвовавших атак на российские компании, а также расширению продуктовой линейки. Так, в 3-м квартале 2022 г. дебютировал новый продукт для сканирования и безопасности веб-приложений PT BlackBox. Продолжается бурное развитие одного из наиболее современных решений Позитива, MaxPatrol VM, чья доля в выручке за 9 месяцев 2022 г. составила 8%. Еще 4 продукта компании показывают динамику роста в 2-3 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Также менеджмент подчеркивает, что темпы роста продаж Позитива значительно превышают темпы роста российского рынка кибербезопасности, что свидетельствует о высокой конкурентоспособности предлагаемых решений и наращивании компанией доли рынка. Мы отмечаем, что показатели компании подвержены влиянию сезонных факторов, поэтому основная часть продаж (50-60%) приходится на 4-й квартал.

Прогноз. Так как Позитив на протяжении трех кварталов 2022 г. не сбавлял темпы роста показателей, мы полагаем, что результаты всего 2022 г. окажутся близки к верхней границе прогнозного диапазона (продажи 15 млрд руб., выручка 14 млрд руб., EBITDA 6 млрд руб., чистая прибыль 5 млрд руб.). Основываясь на данной предпосылке, мы оценили финансовые показатели Позитива в 4-м квартале 2022 г. Согласно нашим расчетам, в последнем квартале текущего года компания нарастит продажи на 96% г/г (до 8,4 млрд руб.), выручку – на 83% г/г (до 7 млрд руб.), EBITDA – на 46% г/г (до 3,4 млрд руб.), чистую прибыль – на 59% г/г (до 2,9 млрд руб.).

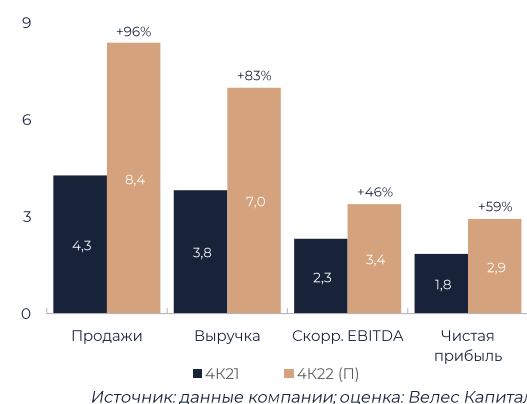
Долговая нагрузка. На конец 3-го квартала 2022 г. чистый долг Позитива снизился на 10% г/г, до 1 146 млн руб., за счет сильного FCFF и отсутствия выплат акционерам внутри квартала. Значение чистый долг/EBITDA составило 0,2x. Компания обладает крайне низкой долговой нагрузкой, что позволяет в обозримой перспективе осуществлять дивидендные выплаты, превышающие FCFF. Ранее Позитив допускал инициацию байбэка, однако с учетом стремления компании к расширению free-float мы считаем выкуп акций маловероятным. Скорее всего, компания будет наращивать акционерную отдачу через дивиденды, бурные темпы роста которых продолжают радовать акционеров.

Дивиденды. Позитив не стал объявлять промежуточные дивиденды за 2022 г., однако принял решение выплатить дополнительные дивиденды за 2021 г. в размере 5,2 руб. на акцию (доходность 0,4%) с отсечкой 14 ноября. Таким образом, компания избежала длительных перерывов в акционерных выплатах. В результате совокупный дивиденд за 2021 г. составил 25 руб. на акцию. Мы полагаем, что в начале 2023 г. Позитив объявит большой дивиденд за весь 2022 г. Так как финансовые показатели, на наш взгляд, будут близки к верхней границе прогноза, чистая прибыль за текущий год составит 5 млрд руб. Компания традиционно стремится распределять не менее 50% чистой прибыли, что должно обеспечить дивиденд за весь 2022 г. в размере 37,9 руб. на акцию (доходность 3%). Мы отмечаем, что низкая дивидендная доходность обусловлена высокими темпами роста бизнеса Позитива и является бонусом для держателей акций быстрорастущей компании.

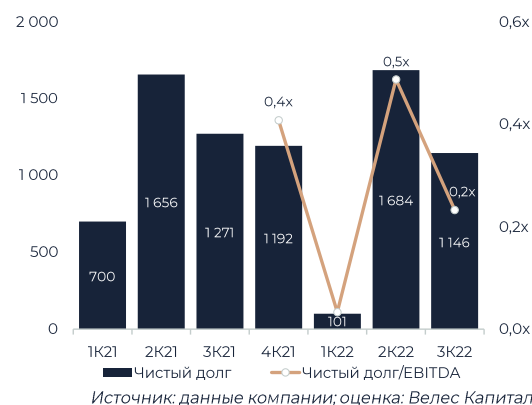
Продажи (млн руб.)



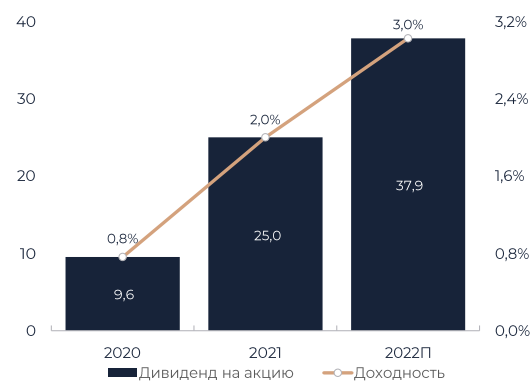
Фактические и прогнозные показатели (млрд руб.)



Чистый долг (млн руб.) и чистый долг/EBITDA



Дивидендные выплаты на акцию (руб.) и дивидендная доходность (%)





Финансовые показатели (млн долл.) и мультипликаторы российских высокотехнологичных компаний и компаний кибербезопасности

	Страна	Тикер	Рын. кап.	EV	Див. дох.		EV/Sales		EV/EBITDA		P/E		FCFF Yield		Net debt/EBITDA		EBITDA Margin	
					Current	Forward 1Y	Current	Forward 1Y	Current	Forward 1Y	Current	Forward 1Y	Current	Forward 1Y	Current	Forward 1Y	Current	Forward 1Y
Медиана по отрасли					0,0%	0,0%	5,2x	3,9x	19,3x	25,3x	19,6x	32,6x	0,0%	2,0%	-1,0x	-1,3x	8,1%	12,5%
Группа Позитив	Россия	POSI RX	1 227	1 249	1,6%	3,0%	6,9x	5,4x	15,2x	12,5x	18,8x	14,7x	2,0%	-	0,2x	-	45,5%	42,9%
Российские высокотехнологичные компании					0,0%	0,0%	1,8x	-	10,5x	-	15,7x	-	-0,5%	-	-1,0x	-	8,2%	-
Yandex	Россия	YNDX RX	6 902	6 353	0,0%	0,0%	1,0x	-	11,6x	-	16,0x	-	-0,5%	-	-1,0x	-	8,2%	-
Ozon	Россия	OZON RX	5 316	6 365	0,0%	0,0%	2,0x	-	-9,8x	-	-6,4x	-	-15,8%	-	-1,6x	-	-20,8%	-
VK (Mail.ru)	Россия	VKCO RX	2 010	3 243	0,0%	0,0%	1,8x	-	10,5x	-	-2,5x	-	3,9%	-	4,0x	-	17,3%	-
HeadHunter	Россия	HHRU RX	1 150	1 170	4,7%	0,0%	5,4x	-	10,8x	-	15,7x	-	10,3%	-	0,2x	-	50,2%	-
Softline	Россия	SFTL RX	525	332	0,0%	0,0%	0,2x	-	5,6x	-	46,2x	-	-8,4%	-	-3,1x	-	3,0%	-
Компании кибербезопасности из развивающихся стран					0,4%	0,0%	5,4x	4,3x	32,9x	33,8x	45,7x	41,2x	-2,6%	0,2%	-1,9x	-23,1x	8,4%	11,6%
360 Security Technology	Китай	601360 CH	7 374	4 384	1,4%	0,1%	3,1x	2,9x	52,5x	80,9x	-23,4x	57,1x	-0,1%	-	-35,8x	-54,0x	5,9%	3,5%
Qi An Xin Technology	Китай	688561 CH	6 584	6 556	0,0%	0,0%	6,8x	6,0x	-87,0x	544,3x	-82,5x	708,4x	-3,7%	0,2%	0,4x	-23,1x	-7,8%	1,1%
Venustech	Китай	002439 CH	3 590	3 251	0,1%	0,1%	4,8x	4,3x	24,1x	21,8x	37,5x	26,3x	0,5%	1,3%	-2,5x	-1,3x	19,8%	19,9%
DBAPP Security	Китай	688023 CH	2 285	2 188	0,0%	0,0%	7,2x	6,7x	-76,4x	397,3x	-85,6x	364,2x	-3,5%	-1,1%	3,4x	-41,2x	-9,4%	1,7%
Shenzhen Kingdom Sci-Tech	Китай	600446 CH	1 560	1 538	0,2%	0,0%	1,5x	1,4x	50,4x	41,8x	61,4x	27,7x	-3,3%	-	-1,5x	-	2,9%	3,4%
Hangzhou Dptech	Китай	300768 CH	1 492	1 118	0,6%	0,5%	8,2x	7,2x	32,9x	29,0x	56,6x	40,6x	0,2%	-	-11,0x	-	24,9%	24,8%
NSFOCUS Technologies	Китай	300369 CH	1 335	1 231	0,6%	0,6%	2,9x	2,8x	22,3x	17,3x	72,4x	25,7x	-2,6%	0,8%	-1,9x	-3,8x	13,1%	16,3%
Beijing Infosec Technologies	Китай	688201 CH	1 109	1 095	0,6%	0,7%	12,4x	12,0x	39,6x	36,4x	45,7x	42,9x	-5,0%	-	-0,5x	-	31,4%	33,1%
Jilin University Zhengyuan	Китай	003029 CH	961	828	0,5%	0,7%	7,6x	6,0x	50,1x	-	122,3x	42,8x	-0,9%	-	-8,4x	-	15,2%	-
Beijing VRV Software	Китай	300352 CH	959	986	0,0%	0,0%	11,1x	-	-11,5x	-	-14,2x	-	-1,8%	-	-0,3x	-	-97,1%	-
Zhongfu Information	Китай	300659 CH	888	866	0,4%	0,0%	5,4x	3,1x	-57,6x	-	-21,5x	15,4x	-6,5%	-	1,5x	-	-9,4%	-
Feitian Technologies	Китай	300386 CH	657	601	0,0%	0,0%	4,5x	-	-50,3x	-	-91,7x	-	-1,8%	-	5,1x	-	-9,0%	-
Hillstone Networks	Китай	688030 CH	587	561	0,5%	0,6%	3,2x	2,9x	27,3x	31,2x	66,7x	33,5x	-4,3%	0,2%	-1,3x	-	11,8%	9,4%
Koal Software	Китай	603232 CH	571	516	0,7%	0,7%	4,3x	4,2x	51,0x	30,7x	72,0x	41,8x	0,0%	-1,0%	-5,4x	-	8,4%	13,8%
Dareway Software	Китай	688579 CH	528	491	1,1%	0,0%	5,1x	-	34,1x	-	33,2x	-	-2,5%	-	-2,5x	-	14,9%	-
Haoyun Technologies	Китай	300448 CH	517	473	0,3%	0,0%	6,3x	-	167,1x	-	425,9x	-	0,0%	-	-16,9x	-	3,8%	-
Jiangsu Yunyong Electronics	Китай	688060 CH	490	442	0,5%	0,0%	9,7x	-	66,6x	-	110,3x	-	-4,3%	-	-7,6x	-	14,6%	-
Bluedon Information Security	Китай	300297 CH	334	756	0,0%	0,0%	37,1x	-	-4,3x	-	-1,5x	-	-14,5%	-	-2,3x	-	-873,1%	-
ROPEOK Technology	Китай	688619 CH	331	324	0,4%	0,0%	4,4x	-	41,2x	-	245,8x	-	-23,4%	-	-1,0x	-	10,7%	-
Компании кибербезопасности из развитых стран					0,0%	0,0%	4,0x	3,8x	13,7x	19,6x	-8,0x	30,5x	1,7%	2,3%	0,9x	-1,1x	7,8%	12,5%
Palo Alto Networks	США	PANW US	48 583	48 901	0,0%	0,0%	8,9x	7,1x	521,3x	34,4x	-182,0x	45,6x	3,7%	4,8%	3,4x	-1,9x	1,7%	20,7%
Fortinet	США	FTNT US	43 374	42 646	0,0%	0,0%	10,4x	9,6x	45,5x	33,7x	58,4x	47,2x	2,7%	3,3%	-0,8x	-1,3x	22,9%	28,6%
Crowdstrike	США	CRWD US	33 142	31 613	0,0%	0,0%	17,2x	14,2x	-636,7x	81,8x	-191,3x	104,1x	1,6%	2,1%	31,2x	-5,1x	-2,7%	17,3%
Zscaler	США	ZS US	19 577	18 891	0,0%	0,0%	17,3x	12,6x	-68,0x	82,7x	-50,2x	106,9x	1,2%	1,7%	2,5x	-4,8x	-25,5%	15,2%
Cloudflare	США	NET US	17 158	17 089	0,0%	0,0%	19,1x	17,5x	-258,0x	140,3x	-76,3x	574,0x	-0,4%	-0,3%	1,0x	4,0x	-7,4%	12,5%
Check Point Software	Израиль	CHKP US	16 040	12 471	0,0%	0,0%	5,4x	5,4x	13,7x	11,6x	20,4x	17,3x	7,0%	7,1%	-3,9x	-0,7x	39,8%	46,2%
Trend Micro	Япония	4704 JP	7 052	4 834	2,8%	2,4%	2,8x	3,0x	10,0x	11,1x	21,2x	30,5x	6,7%	6,2%	-4,6x	-3,7x	27,9%	27,1%
CyberArk Software	Израиль	CYBR US	6 408	5 790	0,0%	0,0%	10,1x	9,7x	-48,8x	-1138,9x	-51,2x	-311,9x	0,6%	0,2%	5,2x	-11,4x	-20,7%	-0,9%
SentinelOne	США	S US	5 118	3 928	0,0%	0,0%	19,2x	9,4x	-15,1x	-19,5x	-18,9x	-22,4x	-1,9%	-3,1%	6,3x	-0,1x	-126,6%	-48,4%
Tenable	США	TENB US	4 345	4 219	0,0%	0,0%	6,5x	6,2x	-110,6x	52,8x	-53,1x	113,0x	2,4%	2,5%	3,3x	-4,0x	-5,9%	11,8%
BlackBerry	Канада	BB US	2 763	2 623	0,0%	0,0%	3,7x	3,8x	24,1x	-30,6x	-162,5x	-20,7x	-3,0%	-3,9%	-1,3x	6,0x	15,5%	-12,4%
Varonis Systems	США	VRNS US	2 285	1 823	0,0%	0,0%	4,0x	3,9x	-16,6x	49,4x	-16,5x	124,9x	-0,2%	0,1%	4,2x	-14,5x	-23,9%	7,8%
Rapid7	США	RPD US	1 736	2 401	0,0%	0,0%	3,7x	3,5x	-34,0x	51,6x	-11,0x	161,4x	1,5%	2,4%	-9,4x	-9,9x	-10,8%	6,8%

Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2022 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Аналитический департамент

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Илья Фомичев
Начальник отдела Маркет-мейкинга
IFomichev@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов
Металлы и добыча, Глобальные
рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев
Металлы и добыча, Глобальные
рынки
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова
Металлы и добыча, Глобальные
рынки
EGazizova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru