

Разработчики ПО

Начинаем покрытие сектора
Наш фаворит – Аренадата



Дмитрий Трошин

Главный аналитик – ТМТ
troshinda1@sovcombank.ru

Наш взгляд на сектор



Держать



Покупать



Держать



Держать

Из компаний-разработчиков ПО, включенных в данный отчет, мы выделяем акции Аренадаты как наиболее интересные в секторе

- Компания имеет самую диверсифицированную продуктовую линейку в своем сегменте, которая пользуется спросом не только у компаний с КИИ*, но и у компаний, которым импортозамещение не критично.
- Несмотря на высокие темпы роста (CAGR '24-'28 – 38%), Аренадата имеет высокую долю рекуррентной выручки* (70%), что говорит о стабильности и высокой прогнозируемости денежных потоков.
- Помимо бизнес-преимуществ компания имеет сопоставимые темпы роста с Астрой и Позитивом, более высокую рентабельность и дивидендную доходность, однако торгуется примерно в 2 раза дешевле их среднего мультипликатора.

Остальные компании также являются лидерами в своих сегментах и обладают определенными конкурентными преимуществами. Однако они либо более дорогие по мультипликаторам, либо имеют менее привлекательные финансовые показатели.

Мультипликаторы и ключевые финансовые индикаторы компаний

		Р. Кап. млрд руб.	EV/EBITDAC			P/NIC			Доходность FCF			Дивидендная доходность		
			23	24о	25о	23	24о	25о	23	24о	25о	23	24о	25о
Софтлайн	SOFL	41	12x	9x	6x	35x	102x	13x	-11%	1%	7%	0%	0%	2%
Позитив	POSI	147	19x	23x	11x	19x	24x	11,8x	1%	2%	3%	4%	5%	5%
Аренадата	DATA	24	14x	11x	7x	17x	11x	7,6x	4%	7%	12%	4%	7%	9%
Астра	ASTR	104	38x	20x	11x	33x	20x	12x	1%	2%	5%	1%	2%	4%
IVA Technologies	IVAT	21	14x	10x	7x	14x	10x	7,9x	0%	5%	8%	2%	5%	7%
Диасофт	DIAS	46	15x	13x	11x	19x	12x	12x	4%	6%	8%	2%	8%	10%
Медиана			15x	12x	8,9x	20x	16x	12x	1%	4%	8%	2%	5%	6%
			CAGR '23-'28			Сред. рентаб. в '24-'28 гг.			ЧД/ЕБИТДА					
			Выручка	ЕБИТДА	ЧП	ЕБИТДА	ЧП	FCF	23	24о	25о			
Софтлайн	SOFL	18%	36%	61%	9%	4%	5%	2,0	1,6	1,0				
Позитив	POSI	39%	42%	41%	32%	29%	17%	0,5	1,3	0,1				
Аренадата	DATA	38%	39%	42%	39%	37%	33%	-0,7	-0,5	-0,6				
Астра	ASTR	50%	61%	53%	35%	32%	24%	0,0	0,0	-0,3				
IVA Technologies	IVAT	39%	34%	32%	52%	49%	34%	0,0	-0,1	-0,9				
Диасофт	DIAS	19%	18%	20%	30%	29%	26%	-1,0	-0,6	0,6				
Медиана		38%	38%	41%	33%	31%	25%	0,0	-0,1	0,1				

* здесь и далее для специальных терминов см. глоссарий на стр. 55

Анализируемые компании

Аренадата

Топ-1 игрок на рынке аналитических СУБД* и топ-2 игрок на общем рынке СУБД

Рынки присутствия 2023 г.:	CAGR рынков '24-'28	Доля компании 2023 г.
64	23%	6%
<i>млрд руб.</i>		

	2023	2024о	2025о
EV/EBITDAC	14x	11x	6,6x
P/NIC	17x	11x	7,6x
FCF доходность	4,1%	6,8%	12%
Див. доходность	4,1%	6,6%	9,4%
Выручка	4,0	6,1	8,8
Темпы роста	58%	53%	45%
EBITDAC	1,6	2,1	3,3
Рентабельность	40%	35%	37%
NIC	1,4	2,1	3,1

Диасофт

Топ-1 игрок на рынке прикладного ПО для финансовых институтов

Рынки присутствия 2023 г.:	CAGR рынков '24-'28	Доля компании 2023 г.
32	14%	27%
<i>млрд руб.</i>		

	2023	2024о	2025о
EV/EBITDAC	15x	13x	11x
P/NIC	19x	12x	12x
FCF доходность	3,6%	6,1%	8,4%
Див. доходность	2,1%	7,9%	9,7%
Выручка	9,1	12	14
Темпы роста	27%	28%	19%
EBITDAC	2,9	3,5	4,2
Рентабельность	31%	30%	30%
NIC	2,4	4,0	4,0

Астра

Топ-1 игрок на рынке ОС (доля 76%), разрабатывает инфраструктурное ПО

Рынки присутствия 2023 г.:	CAGR рынков '24-'28	Доля компании 2023 г.
110	25%	9%
<i>млрд руб.</i>		

	2023	2024о	2025о
EV/EBITDAC	38x	20x	11x
P/NIC	33x	20x	12x
FCF доходность	0,8%	2,1%	5,2%
Див. доходность	1,1%	1,8%	4,0%
Выручка	9,5	18	29
Темпы роста	77%	86%	64%
EBITDAC	2,7	5,1	9,6
Рентабельность	29%	29%	33%
NIC	3,2	5,2	8,7

Позитив

Топ-2 игрок на рынке кибербезопасности

Рынки присутствия 2023 г.:	CAGR рынков '24-'28	Доля компании 2023 г.
249	24%	14%
<i>млрд руб.</i>		

	2023	2024о	2025о
EV/EBITDAC	19x	23x	11x
P/NIC	19x	24x	12x
FCF доходность	1,3%	1,9%	2,6%
Див. доходность	3,5%	5,4%	5,3%
Выручка	22	30	46
Темпы роста	61%	35%	54%
EBITDAC	7,3	6,8	15
Рентабельность	33%	23%	32%
NIC	7,1	6,1	12



**Какое бывает ПО, как его
продают
и сколько это
в деньгах?**

01

Формирование ИТ-инфраструктуры организаций

Каждой компании требуется ИТ-инфраструктура для удовлетворения потребностей бизнеса и улучшения ее работы с помощью цифровизации. ИТ-инфраструктура создается и формируется благодаря компаниям из разных сегментов ИТ-рынка. Наглядно иерархия ИТ-инфраструктуры организации выглядит следующим образом:

Инфраструктура для передачи данных, их загрузки и отображения в физическом виде



Программные решения для создания и управления ИТ-инфраструктурой организации, на которую устанавливаются конечные ИТ-решения



Конечные ИТ-решения для выполнения необходимого организации функционала

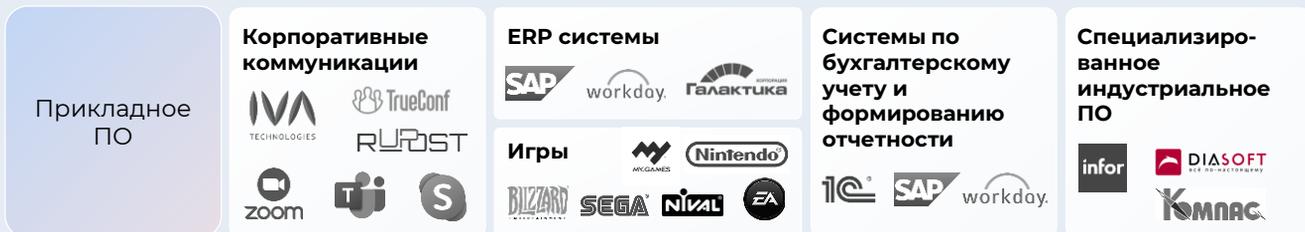


Схема взаимодействия вендоров и заказчиков

15-40%

совокупная
наценка
дистрибьютеров
и интеграторов

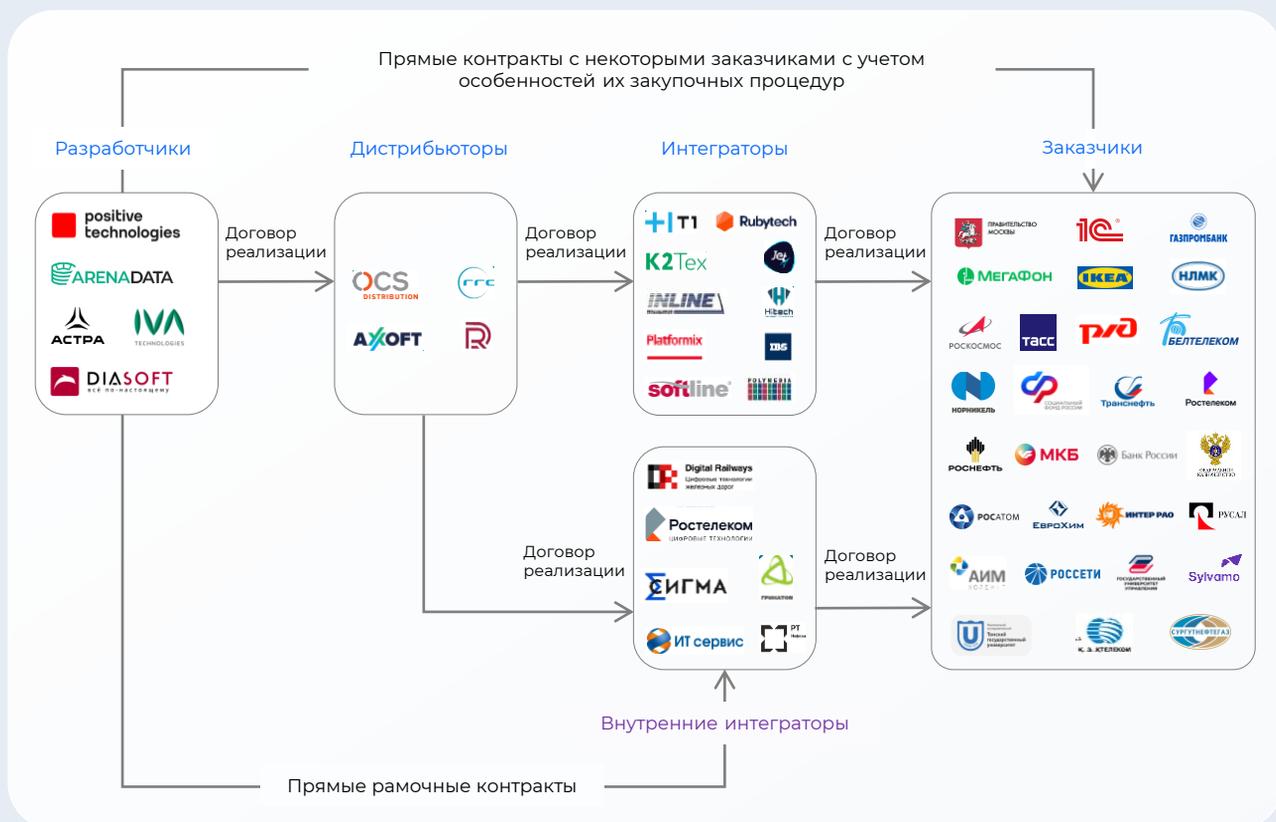
Компания-разработчик (вендор) взаимодействует с клиентом напрямую только в случае крупных контрактов. Понятие крупного контракта для каждой организации разное и зависит от размеров бизнеса разработчика. В остальных случаях продукция компании-разработчика закупается дистрибьютором или интегратором на основе спроса со стороны клиентов.

При этом типичной схемой взаимодействия является продажа лицензий вендором дистрибьютору, затем дальнейшая закупка системным интегратором и установка клиенту необходимого ему ПО.

В таком случае итоговая цена программного/аппаратного обеспечения складывается из себестоимости и наценки разработчика. Совокупная наценка зависит от объемов, продуктов и еще ряда факторов и может составлять от 15% до 40%.

Дистрибьютор, по сути, это огромный склад, где интегратор может собрать набор необходимого его клиентам ПО и затем установить его, наладить и обеспечить совместимость. Сам дистрибьютор скупает с различных вендоров их ПО в больших объемах для оптимизации расходов и затем продает системным интеграторам с наценкой.

Дистрибьютор не занимается установкой и наладкой сам, так как это не входит в его компетенции. Системный интегратор не занимается закупкой ПО у множества разных вендоров, так как это требует много времени и денежных средств, а также больших объемов для обеспечения закупочных скидков.



Рынки присутствия анализируемых ИТ-компаний – базовый сценарий

Из существующих публичных ИТ-компаний почти все имеют четкий фокус на конкретных рынках. Выделяется только Астра, которая благодаря своей продуктовой линейке присутствует во многих сегментах рынка инфраструктурного ПО.

Размер рынков присутствия анализируемых ИТ-компаний и их положение на нем в рамках базового сценария

Рынок	Анализируемые компании	Крупнейшие конкуренты	Объемы рынка с учетом иностранцев, млрд руб.		Доля рынка анализируемой компании в 2023 г.		CAGR '24-'28		Рентаб. компании по EBITDAC		FCF компании, млрд руб.		Факторы роста рынка в денежном выражении
			2023	2028	2023	2028	Рынка	Выручки компании	2023	2028	2023	2028	
Кибербезопасность (только ПО)	Позитив	Касперский, Солар, ИнфоТеКС, CheckPoint, BiZone, DrWeb, Код Безопасности	249	715	10%	18%	24%	39%	33%	36%	1,7	29	Рост количества кибератак, особенно на объекты КИИ, индексация цен темпами выше инфляции
СУБД	Аренадата	PostgresPro, Yandex.Cloud, Ростелеком, СберБанк	64	175	6%	10%	23%	38%	40%	42%	1,0	7,4	Рост количества хранимых и обрабатываемых данных, индексация цен темпами выше инфляции
Разработка ОС	Астра	РэдОС, BaseAlt	22	62	34%*	62%	23%	52%	29%	41%	0,9	24	Цифровизация экономики, рост количества необходимых серверных лицензий из-за роста объемов потребляемых данных, индексация цен темпами выше инфляции
Разработка ПО для финсектора	Диасофт	ЦФТ, R-Style Softlab	32	60	31%	37%	14%	19%	31%	29%	1,7	5,7	Цифровизация банковского сектора, рост объемов рынка финансовых услуг, индексация цен темпами выше инфляции

Источник: компании, Совкомбанк

* Доля рынка с учетом иностранных вендоров и без учета закупок Windows по "серым схемам". С их учетом оцениваем долю в <5%

Сценарий нормализации геополитической ситуации

Нормализация геополитической ситуации может серьезно ухудшить рыночную конъюнктуру для российских разработчиков ПО. **Мы не считаем данный сценарий базовым, а также не уверены в скором и быстром эффекте на ИТ-сектор**, однако для оценки рисков мы просчитали влияние данного сценария на показатели компаний. Для примера мы заложили нормализацию геополитической ситуации в 2025 году.

- Ожидаем сокращение спроса на продукцию, в первую очередь, за счет отказа B2B клиентов от импортозамещения. Также предполагаем, что крупные компании, в которых у государства есть контроль, смогут растянуть процесс импортозамещения на более длительный срок.
- Мы не ожидаем, что клиенты, которые перешли на отечественные решения, будут переходить обратно – это довольно дорогой и трудозатратный процесс.

Исходя из этого, мы не ожидаем снижения выручки российских разработчиков ПО. Мы ожидаем продолжение роста, однако с существенным замедлением относительно прогнозируемых в базовом сценарии темпов. **Таким образом, мы ждем, что рыночная доля, которую компании успели занять в период с 2021 по 2024 гг., сохранится в сценарии нормализации геополитической ситуации, но ее рост в дальнейшем существенно замедлится.**

Рентабельность разработчиков ПО снизится, так как им придется снова конкурировать с иностранными вендорами, стоимость ПО которых в некоторых случаях дешевле или ПО имеет иные преимущества. Чтобы выдержать конкуренцию, российским разработчикам придется еще больше инвестировать в R&D.

- **На Диасофт влияние будет менее выраженным.** Российские финансовые институты пользовались решениями компании до ухудшения геополитической ситуации. Часть решений иностранных вендоров неприменима для некоторых российских клиентов. Это связано с невозможностью получать обновления с той же скоростью, с которой происходят регуляторные изменения в банковском секторе РФ.
- **Влияние на Аренадату также будет ограниченным.** Продукты и решения компании широко используются не только B2C и квази-B2C клиентами. B2B-клиенты также активно используют ПО компании, поэтому при нормализации геополитической ситуации мы ожидаем менее значимого снижения прогнозных темпов роста бизнеса.

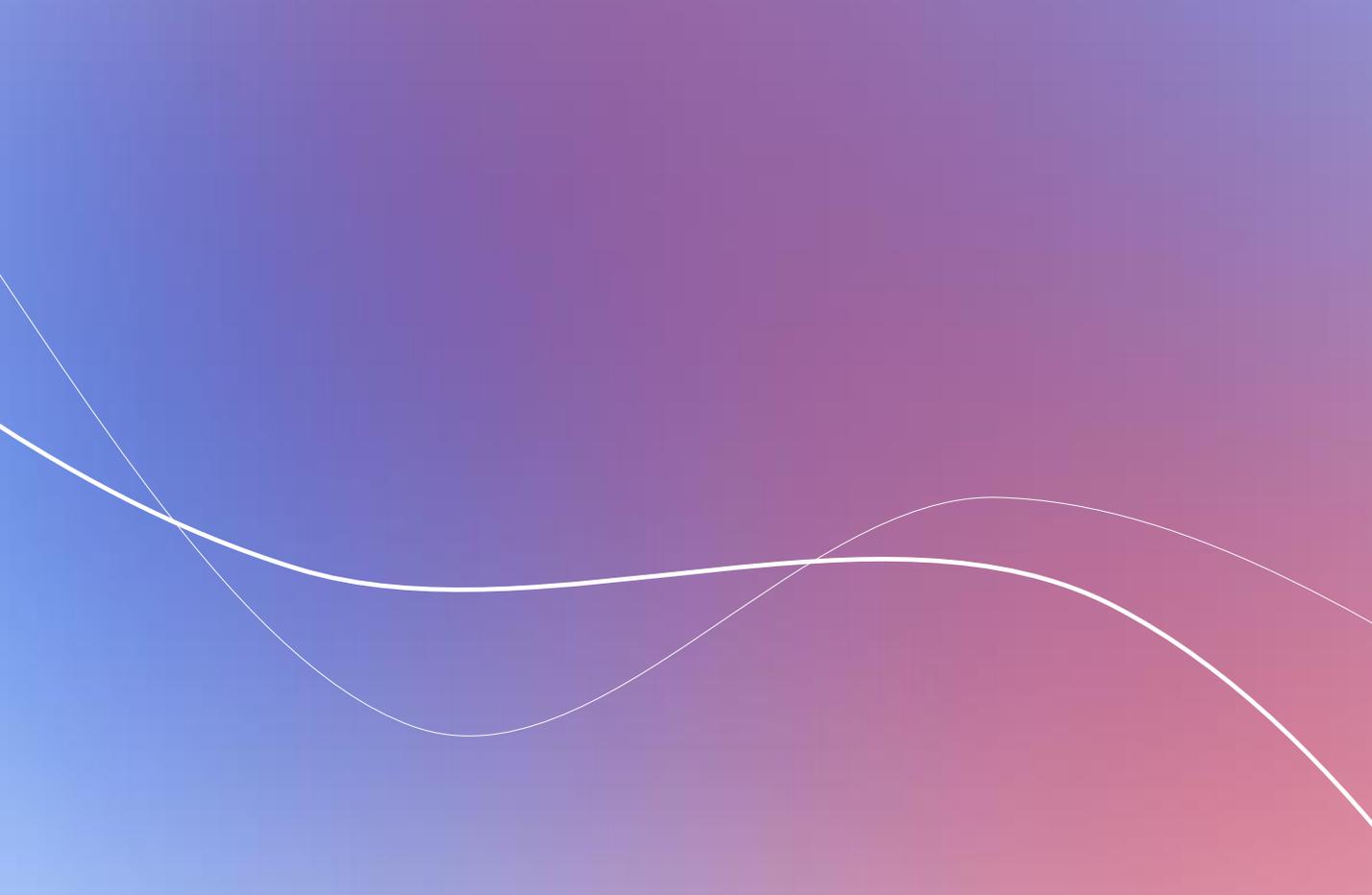
Рынки присутствия анализируемых ИТ-компаний – альтернативный сценарий

Размер рынков присутствия анализируемых ИТ-компаний и их положение на нем в рамках сценария нормализации геополитической ситуации

Рынок	Анализируемые компании	Крупнейшие конкуренты	Объемы рынка с учетом иностранцев, млрд руб.		Доля рынка анализируемой компании в 2023 г.		CAGR '24-'28		Рентаб. компании по EBITDAC		FCF компании, млрд руб.	
			2023	2028	2023	2028	Рынка	Выручки компании	2023	2028	2023	2028
Кибербезопасность (только ПО)	Позитив	Касперский, Солар, ИнфоТеКС, CheckPoint, UserGate, BiZone, DrWeb, Код Безопасности	249	715	10%	13%	24%	29%	33%	27%	1,7	12
СУБД	Аренадата	PostgresPro, Yandex.Cloud, VK cloud, Ростелеком, СберБанк	64	175	6%	8%	23%	32%	40%	34%	1,0	4,9
Разработка ОС	Астра	РэдОС, BaseAlt	22	62	34%*	35%	23%	41%	29%	27%	0,9	11
Разработка ПО для финсектора	Диасофт	ЦФТ, R-Style Softlab	32	60	31%	35%	14%	18%	31%	26%	1,7	4,9

Источник: компании, Совкомбанк

* Доля рынка с учетом иностранных вендоров и без учета закупок Windows по "серым схемам". С их учетом оцениваем долю в <5%



Особые темы

02

Сезонность бизнеса

50%

Выручки анализируемые компании зарабатывают в 4K24

- Бизнес разработчиков ПО отличается высокой сезонностью. Почти у всех анализируемых компаний примерно 50% выручки/отгрузок приходится на 4 квартал. **Отличается в сезонности только Диасофт.**
- Компании объясняют, что сезонность связана с формированием клиентами бюджета на следующий год и реализации закупок в конце года.
- На наш взгляд такой паттерн поведения характерен не всем клиентам. **Закупки в конце года, по нашему мнению, по большей части** происходят именно в государственных учреждениях (B2G клиенты) и компаниях, в которых у гос. и квази-гос. структур есть контроль (квази-B2G клиенты).
- При этом анализируемые нами разработчики ПО классифицируют квази-B2G клиентов как B2B-клиентов и утверждают, что у B2B-клиентов процессы происходят также – бюджетирование и закупка на следующий год происходят в конце текущего.
- Мы считаем, что **частные компании (B2B клиенты)** – это те компании, где у государственных и квази-государственных структур нет контроля.
- Также мы считаем, что **процесс закупки ПО у таких компаний (B2B-клиентов) происходит по мере необходимости.**

Таким образом, мы предполагаем, что чем больше выручки компании сконцентрировано в 4 квартале, тем больше доля B2G сегмента в структуре выручки разработчика ПО и тем ниже востребованность ПО этого разработчика у B2B клиентов. Следовательно в случае изменения геополитической ситуации и упрощения доступа российских юридических лиц к иностранному ПО темпы роста таких компаний пострадают больше всего.

Структура выручки анализируемых компаний по кварталам в 2023 г.



Источник: компании, Совкомбанк

■ 1Q ■ 2Q ■ 3Q ■ 4Q

*Сезонность выручки Аренадаты представлена как средняя за 2021-2023 гг., за 2023 г. рассчитать невозможно, компания не раскрывает показатели на ежеквартальной основе

Влияние налоговых льгот

Информационные технологии - одна из ключевых отраслей для страны и общества. Для ее развития Правительство РФ сформировало ряд налоговых и иных льгот, которые позволяют участникам рынка генерировать денежные потоки в большем объеме и направлять их на развитие продуктовой линейки и человеческого капитала.

Существующие налоговые льготы

	Обычный параметр	Льгота	Срок действия льготы	Акт, регулирующий льготу
Взносы в социальные фонды (ранее ЕСН)	30%	7,6%	Нет конечных сроков	НК РФ, статья 427, пункт 2, подпункт 2
Налог на прибыль	20%	0%	01.01.2022 – 31.12.2024	НК РФ, статья 284, пункт 1, подпункт 15
Налог на прибыль для ИТ-компаний	25%	5%	Нет конечных сроков	НК РФ, ст.284, п.1.15 (изменения вступят в силу с 01.01.2025, ФЗ от 12.07.2024 №176-ФЗ)
НДС при продаже разработанного ПО и баз данных, включенных в реестр российского ПО	20%	0%	Нет конечных сроков	НК РФ, статья 149, пункт 2, подпункт 26
Мораторий на выездные проверки	–	–	до 31.12.2024	Письмо ФНС РФ №СД-4-2/3586@ от 24.03.2022

Источник: НК РФ, Консультант, Гарант, сайт Правительства РФ, Совкомбанк

Стоит отметить, что существуют определенные риски, связанные с прекращением налоговых льгот.

Прекращение льгот может быть мотивировано тем, что часть ИТ-компаний, используя налоговые льготы, получают высокую рентабельность бизнеса. Этот «сверхдоход» они распределяют в виде дивидендов акционерам, а не тратят на дополнительное развитие и улучшение продуктовой линейки.

Степень влияния на финансовые показатели и оценку компании определяет набор факторов:

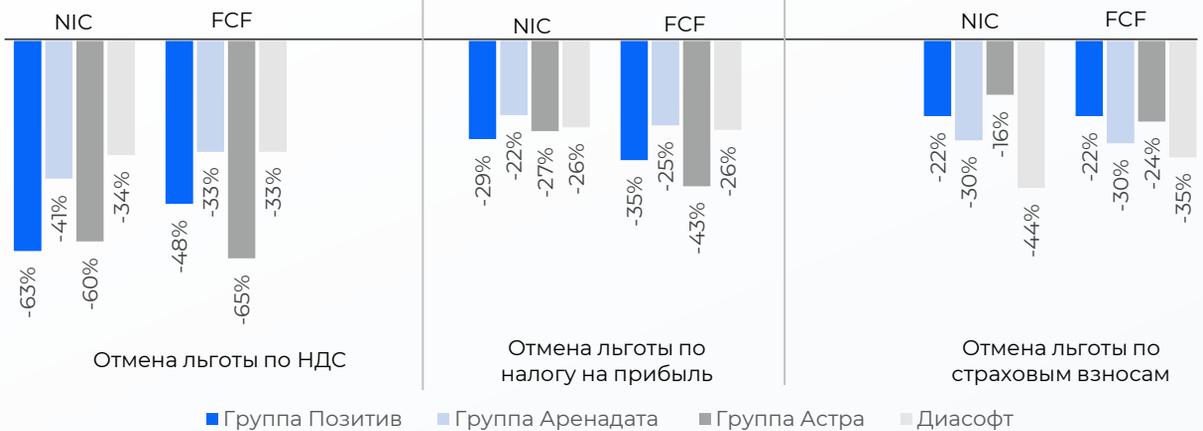
- Доля выручки необлагаемой НДС
- Доля расходов на персонал в % от выручки
- Доля персонала, на которых можно получить льготы
- Уровень рентабельности бизнеса по EBITDAC

Факторы, определяющие степень влияния налоговых льгот на финансовые показатели компании

	Доля выручки необлагаемой НДС в 2023 году	Доля расходов на персонал в % от выручки в 2023 году	Доля персонала, на которых можно получить льготы в 2023 году	Рентабельность по EBITDAC в 2023 году
Группа Позитив	~90%	47%	57%	29%
Группа Арендадата	~75%	49%	70%	40%
Группа Астра	~85%	54%	67%	29%
Диасофт	~55%	50%	85%	31%



Влияние отмены налоговых льгот на ключевые финансовые показатели компании при сохранении цен на том же уровне



Источник: Совкомбанк

Согласно нашему анализу, сильнее всего на денежный поток ИТ-компаний влияет отмена льготы по НДС.

Сильнее всего от отмены льгот по НДС страдают Астра и Позитив, так как именно у них наибольшая часть выручки не облагается НДС.

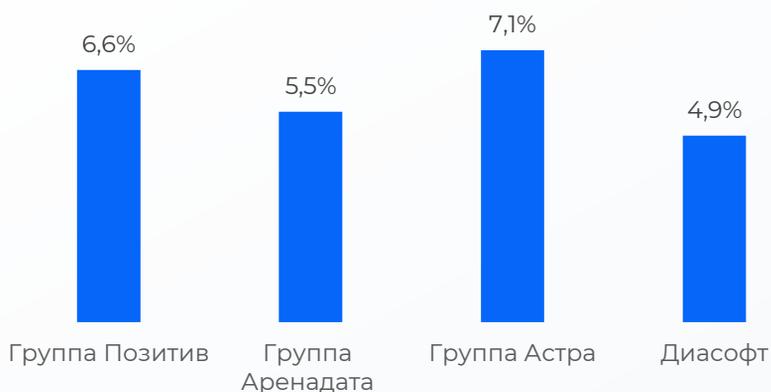
Влияние ставки

на **5-7%**

снижается
оценка при
увеличении
ставки ЦБ на 1%

- Рост ставки дисконтирования приводит к снижению справедливой стоимости компании, особенно если компания растет быстрыми темпами. Это связано с сосредоточением ее больших денежных потоков в дальних прогнозных годах и формированием большей части стоимости терминальным периодом, что приводит к большему дисконтированию стоимости.
- Так как большинство компаний сектора разработчиков ПО в России имеют прогнозные темпы роста выше компаний других отраслей, ужесточение ДКП в России влияет на их справедливую стоимость сильнее всего.
- При этом в части финансовых результатов рост процентных ставок влияет, скорее, положительно. Почти все компании сектора имеют либо чистую денежную позицию, либо низкую долговую нагрузку ($ND/EBITDA < 0.5x$).
- Рост ключевой ставки ЦБ РФ повышает доходность вкладов, облигаций с плавающим купоном и альтернативных инвестиций, что непосредственно влияет на котировки.
- Ниже приведен анализ влияния ставки на стоимость акций анализируемых компаний. Согласно нашим расчетам, повышение ставки дисконтирования на 1 п.п. снижает справедливую стоимость компаний из сектора IT на 5-7 п.п. в зависимости от прогнозных темпов роста.

Влияние изменения ставки дисконтирования на 1% на снижение справедливой стоимости анализируемых компаний



Источник: Совкомбанк

Особая тема – рекуррентная выручка

20-40%

от первоначального чека стоят услуги тех поддержки и пролонгации

После продажи лицензии на свои продукты генерация денежного потока разработчиком ПО не заканчивается. Крупные и средние клиенты по большей части покупают **техническую поддержку и обслуживание, а также пролонгацию лицензий. Данные услуги могут стоить от 20% до 40% от первоначального чека в год.** При этом каждый год стоимость данных услуг индексируется.

Такую выручку мы называем «рекуррентной». Чем выше доля рекуррентной выручки, тем более стабильным и прогнозируемым является денежный поток разработчика ПО.

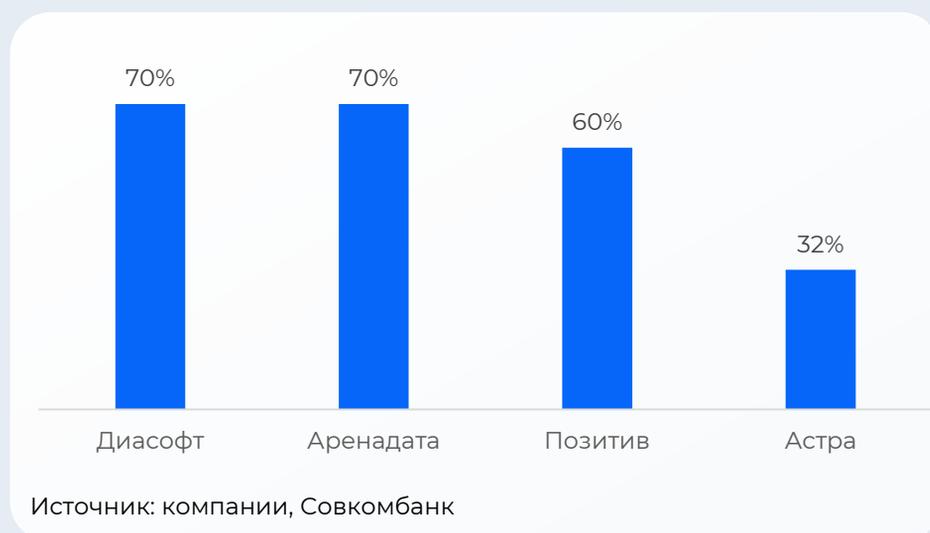
Логично предположить, что чем быстрее растет компания, тем ниже будут ее рекуррентные обороты, так как выручка от продажи новых лицензий в абсолютном выражении будет превышать выручку от технической поддержки старых лицензий.

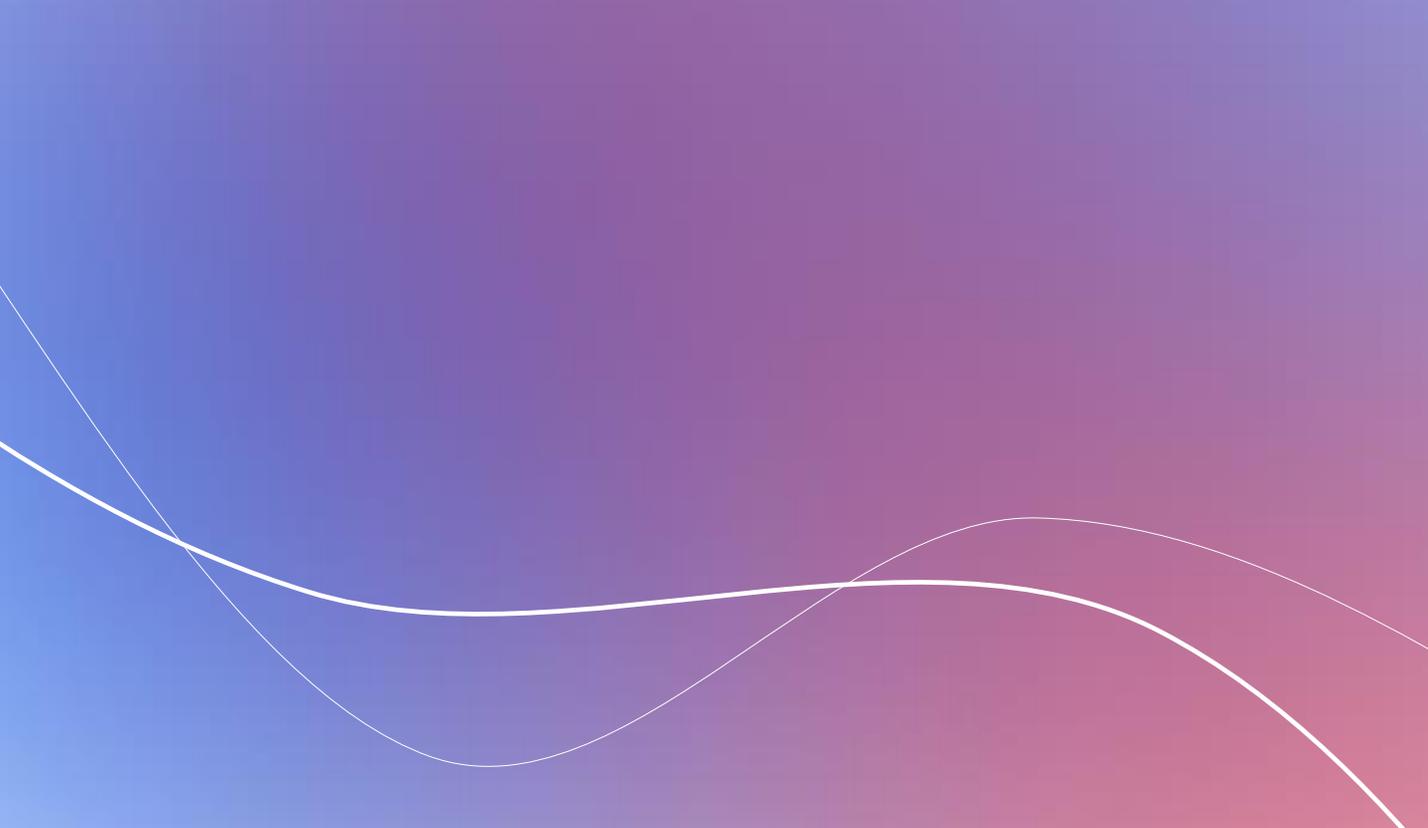
Таким образом, компании с высокой долей рекуррентной выручки:

- С одной стороны, являются более инвестиционно-привлекательными из-за стабильности и прогнозируемости денежных потоков
- С другой стороны, они скорее всего будут расти медленнее, чем аналоги, что снижает их инвестиционную привлекательность

Диасофт и Аренадата имеют наибольшую долю рекуррентной выручки среди анализируемых в рамках данного отчета компаний. Этому способствует то, что продукты компании давно пользуются популярностью на рынке и много продаж уже было совершено в исторических периодах.

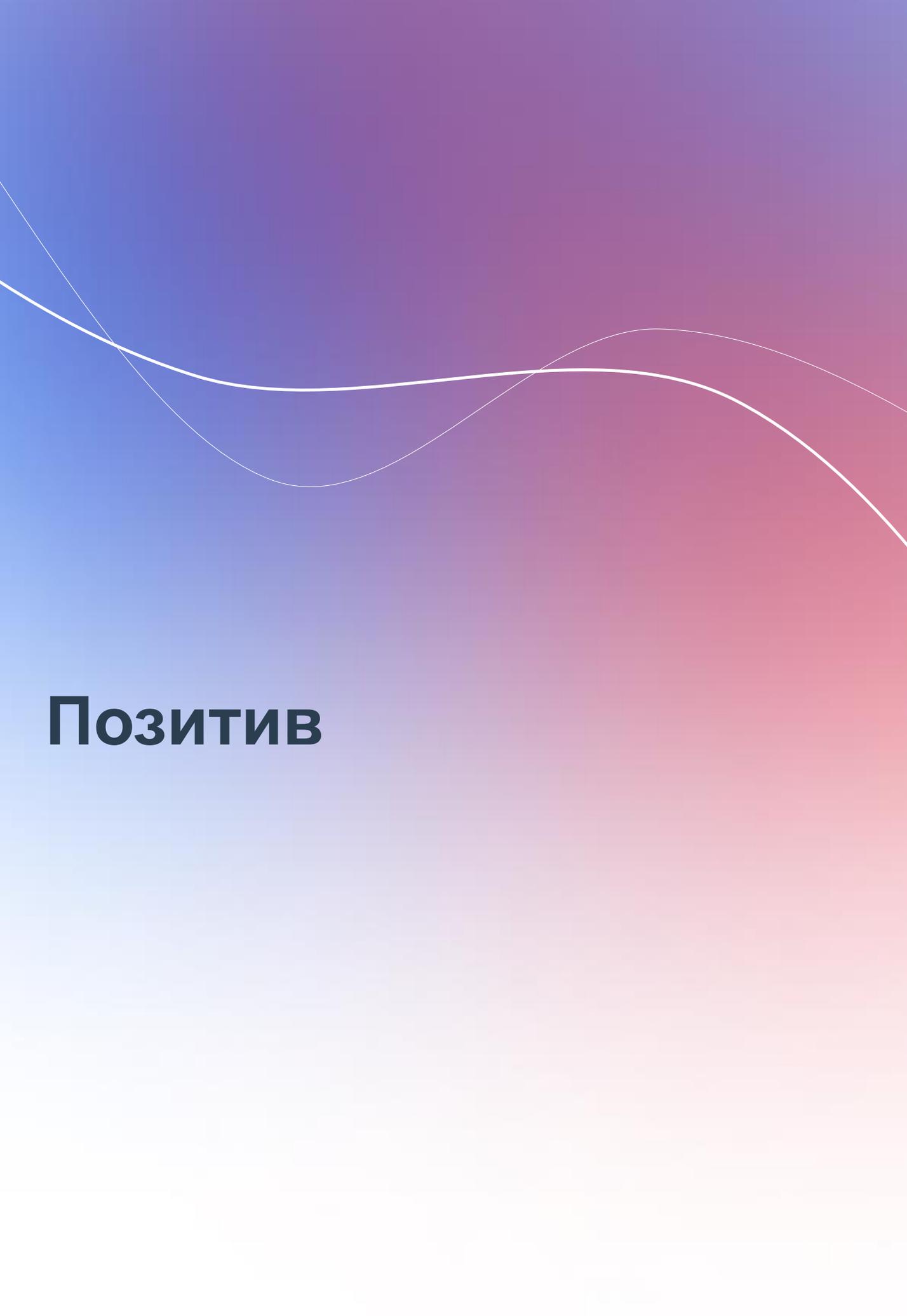
Доля рекуррентной выручки по компаниям





**Deep-dive
В КОМПАНИИ**

03



ПОЗИТИВ

Тикер	POSI
Название	Позитив
Стоимость акции, руб.	2 059
Кол-во акций, млн шт.	71
Капитализация, млрд. руб.	147
Рекомендация	Держать

Начинаем покрытие с рекомендации

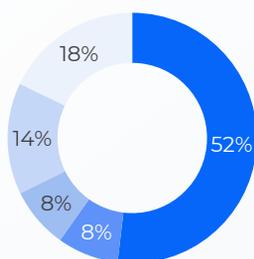
Держать

«Группа Позитив» является топ-2 игроком (после «Касперского») на рынке кибербезопасности по итогам 2023 г., и мы ожидаем, что станет топ-1 в этом году.

Компания обладает хорошими конкурентными преимуществами и качественной продуктовой линейкой. Однако, мы считаем, что темпы роста отгрузок, закладываемые рынком и компанией, будут ниже в среднесрочном периоде.

Структура акционеров

- Юрий Максимов
- Евгений Киреев
- Дмитрий Максимов
- Топ-менеджмент
- В свободном обращении



Важнейшие показатели

	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели, млрд руб.			
Отгрузки	34	51	72
Выручка	30	46	65
EBITDAC	7	15	23
NIC	6	12	20
FCF	3	4	11
Темпы роста			
Отгрузки	32%	52%	40%
EBITDAC	-7%	116%	53%
NIC	-14%	103%	63%
FCF	63%	34%	198%
Рентабельность			
по EBITDAC	23%	32%	35%
по NIC	20%	27%	31%
FCF	8%	7%	16%
Мультипликаторы			
EV/Выручка	5,2x	3,5x	2,5x
EV/EBITDAC	23x	11x	7,2x
P/NIC	24x	12x	7,2x
Доходность инвестора			
ROE	41%	58%	61%
Дивидендная дох.	5%	5%	10%
Доходность FCF	2%	3%	8%

Основные факторы инвестиционной привлекательности

- Растущий рынок кибербезопасности (CAGR '24-'28 = 24%) и ...
- ... рост рыночной доли из года в год за счет...
- ... одной из самых диверсифицированных продуктовых линеек,
- ... инвестиций существенных объемов денежных средств в разработку нового ПО со значительным по объемам целевым рынкам ...
- ... и уходу зарубежных вендоров с рынка РФ

Риски

- «Размытие» доли миноритарных акционеров за счет допэмиссий в рамках долгосрочной программы мотивации ключевых сотрудников
- Невыполнение собственных прогнозов по отгрузкам за счет более медленного перехода на отечественные решения и переноса коммерческих запусков новых продуктов
- Конкуренция
- Отмена налоговых льгот
- Изменение геополитической ситуации

Продуктовый портфель компании

Рыночный сегмент	Основные функциональные задачи ПО	Продукты Positive Technologies	Объем рынка в 2023 г., млрд руб.	Доля Positive Technologies в сегменте
Infrastructure security	Мониторинг событий безопасности и автоматическое выявление хакерских атак.	MaxPatrol SIEM, PT Industrial Security Incident Manager	34	21%
	Выявление уязвимостей за 12 часов (норматив - до 24 часов), приоритизация их по уровню опасности и контроль устранения.	MaxPatrol VM, PT Incident Processing Center		13%
	Оценка защищенности информационных систем: тестирования на проникновение (PenTest), системные проверки (Audit) и контроль соответствия стандартам (Compliance).	MaxPatrol 8		4%
Network security	Система глубокого анализа сетевого трафика (NTA) для выявления атак на периметре и внутри сети.	PT NAD, PT Sandbox	65	5%
Endpoint security	Защита конечных устройств от киберугроз: статический и динамический анализ угроз на устройствах и во внешних системах.	PT XDR (PT Extended Detection and Response)	28	2%
Application security	Защита веб-приложений от известных и неизвестных атак. Мониторинг обновлений инфраструктуры из единого окна в реальном времени.	PT Application Firewall, PT Application Firewall PRO	21	13%
Data security	Защита данных от несанкционированного доступа, утечки, повреждения или потери.	Услуги ИБ. Расширенная техподдержка, PT Sandbox	23	14%

Источник: компания, Совкомбанк

Структура отгрузок Группы Позитив по основным продуктам, 2023 г.



Источник: компания, Совкомбанк

Программа мотивации ключевых сотрудников

7,9%

объем допэмиссии в 2024 г.

2-3%

ожидаемый объем допэмиссии в 2025 г.

Допэмиссия обладает сглаживающим эффектом на FCF на акцию.

При увеличении FCF, FCF на акцию увеличивается медленнее из-за большего размытия. И наоборот при снижении FCF FCF на акцию снижается медленнее.

Текущая программа мотивации предполагает увеличение капитала на 15% при каждом удвоении капитализации. Т.е **каждый год объем допэмиссии будет равен росту капитализации в предыдущем году, умноженному на 15%.**

Наш взгляд

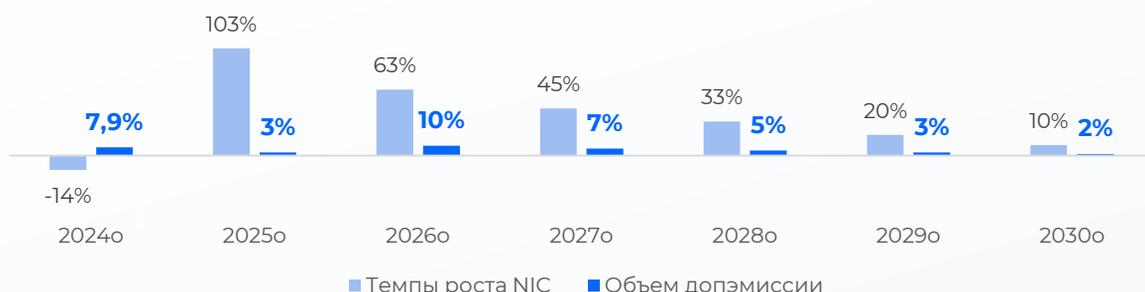
Объявленная программа мотивации, на наш взгляд, не нравится участникам рынка и давит на котировки Позитива. Одобренный объем (7,9% капитала) допэмиссии значительно превышает среднеотраслевой уровень 2-3% в год. Например, Яндекс и ВК* в среднем в 2017-2021 гг. выпускали 1-2% капитала в год.

Дополнительным негативным фактором является то, что **объем допэмиссии следующих лет является непрогнозируемым, так как привязан к капитализации.** При этом представители компании заявляют, что они все же будут смотреть и на фундаментальные показатели (такие как отгрузки или прибыль компании) при принятии решения об объеме допэмиссии. Таким образом, **финальный алгоритм принятия решений остается непрозрачным.**

К тому же мы видим риск распределения новых акций лицам, не связанным с развитием компании и ее деятельностью, а не ключевым сотрудникам Группы Позитив. Ожидаем, что запрос ЦБ о «дополнительной информации» будет включать в себя информацию о конечных бенефициарах допэмиссии и интересы миноритарных акционеров будут защищены.

В рамках нашего прогноза мы привязываем объем допэмиссии к росту показателя NIC. Однако каким бы не был рост NIC в 2025 г., мы не ожидаем, что объем допэмиссии в 2025 г. году превысит 2-3%. Так как следуя изначальному алгоритму компании с привязкой к капитализации, объем допэмиссии в 2024 году согласно текущей котировке Позитива не должен превысить 1.5% (рост капитализации с начала 2024 г. на данный момент составляет 10%).

Прогноз темпов роста NIC и размеров допэмиссии акций в 2024-2030 гг.



Источник: Совкомбанк

Прогноз по отгрузкам на 2025 год под угрозой

Позитив представил отчетность ниже ожиданий за 3К24. Кроме **этого, компания снизила свой прогноз по отгрузкам на 2024 год с 40-50 млрд до 30-36 млрд руб.** В рамках своих прогнозов мы ожидали 39 млрд руб.

Помимо того, что такое изменение прогноза подразумевает существенное снижение денежного потока в 2024 году, мы считаем, что это может означать слабый спрос на продукцию компании и может привести к снижению диапазона прогноза отгрузок на 2025 год. **А это, в свою очередь, приведет к значительному снижению денежных потоков во все оставшиеся прогнозные периоды, что снижает справедливую оценку «Позитива».**

Представители компании заявляют, что вся отложенная выручка будет перенесена в 2025 год. Компания поясняет, что это связано с «удлинением переговорного и платежного цикла» по ряду продуктов, а также тем фактом, что коммерческий запуск продукта PT NGFW был перенесен с июля 2024 на ноябрь 2024. **Мы не уверены в этом. Предполагаем, что рост спроса на продукцию компании замедлился из-за:**

- жесткой ДКП (заказчики снижают затраты на импортозамещение своей ИТ-инфраструктуры и приоритезируют траты на основные направления бизнеса)
- неготовности ряда новых продуктов «Группы Позитив» для коммерческого использования

Данные факторы коррелируют с недавним изменением прогноза рынка агентством ЦСР.

Сравнение прогнозов рынка Кибербезопасности от ЦСР

млрд. руб.	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Новый прогноз рынка	249	302	369	458	573	715
Предыдущий прогноз рынка	252	334	399	472	559	
<i>Разница</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>-7,5%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>2,5%</i>	
Новые темпы роста	29%	22%	22%	24%	25%	25%
Предыдущие темпы роста	30%	33%	19%	18%	18%	
<i>Разница</i>	<i>-1,8 п.п</i>	<i>-11,0 п.п</i>	<i>2,7 п.п</i>	<i>5,8 п.п</i>	<i>6,7 п.п</i>	

Источник: ЦСР

В своем предыдущем отчете, выпущенном в 2023 году, агентство ожидало роста рынка кибербезопасности в 2024 году на 33% до 334 млрд руб. В рамках нового отчета, выпущенного в начале октября 2024 г., ЦСР ожидает роста лишь на 22% до 302 млрд руб.

Стоит отметить, что прогноз по объемам на следующие годы также ниже, и только в 2027 г. обновленный прогноз становится выше.

ЦСР отмечает, что наблюдается более медленный переход на решения отечественных вендоров. Ключевыми причинами являются:

- Более высокая цена по сравнению с ценой иностранных решений
- Незрелость отечественного ПО в некоторых сегментах рынка. Например, 64% респондентов считают, что на рынке NGFW пока нет отечественных решений, способных полнофункционально заменить продукты иностранных вендоров.

Мы обновили модель и ожидаем, что:

- отгрузки в 2024 году вырастут всего на 32% и составят ~34 млрд руб.
- в 2025 году ждем ускорения роста до 52% (из-за запуска NGFW и перехода части контрактов с 2024 г. на 2025 г.), они составят 51 млрд руб.
- рентабельность компании по NIC будет ниже ее изначального гайденса (35%) и даже ниже измененного в июле 2024 г. гайденса (30%) и составит 26% по методологии компании и 20% по нашей методологии.
- в 2025 г. рентабельность будет восстанавливаться. Считаем, что компания после 2024 г. будет меньше тратить на маркетинг, а также, что фаза инвестирования в R&D в 2025 г. будет менее острой, чем в 2024 г. Ожидаем восстановления рентабельности по NIC до 33% и 28% соответственно.

По итогам 2023 года «Группа Позитив» объявила свой прогнозный диапазон по отгрузкам на 2024 и 2025 гг. В рамках него компания ожидает 40-50 млрд руб. отгрузок в 2024 году и 70-100 млрд руб. в 2025 г.

На данный момент мы считаем нижнюю границу объявленного диапазона отгрузок в 2024 году труднодостижимой, а прогноз 2025 года невыполнимым.

Наш текущий прогноз предполагает отгрузки на уровне 39 млрд руб. в 2024 г. и 61 млрд руб. в 2025 г.

Свободные денежные потоки и диапазон оценок

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого аналитическим сообществом для оценки компании методом DCF.

Мы не даем точную оценку компании в рамках данного метода, так как считаем, что показатели WACC и LTG являются довольно субъективными.

Однако, мы приводим оценочный диапазон целевой цены на 12M в рамках данной методологии при различных значениях WACC и LTG с учетом размытия в рамках допэмиссий.

Прогноз FCFF для целей оценки Positive Technologies, млрд руб.

	ед. изм.	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV
Отгрузки с НДС	млрд руб.	26	34	51	72	98	128	154	175	186
НДС	млрд руб.	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(18)
Отгрузки без НДС	млрд руб.	25	33	50	70	95	124	149	169	168
Денежные расходы и Амортизация	млрд руб.	(12)	(18)	(25)	(35)	(47)	(60)	(74)	(86)	(86)
Операционная прибыль	млрд руб.	13	14	24	35	49	64	75	83	82
Ставка налога на прибыль	%	-2%	0%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-15%
НОРАТ	млрд руб.	12	14	23	34	46	61	72	79	70
Амортизация	млрд руб.	1	2	3	4	6	8	11	14	15
Изменения в оборотном капитале (без учета изменений в отложенной выручке)	млрд руб.	(7)	(5)	(10)	(11)	(12)	(13)	(11)	(7)	(7)
CAPEX	млрд руб.	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(1)
Капитализированные расходы на разработку	млрд руб.	(3)	(7)	(9)	(12)	(15)	(20)	(25)	(29)	(16)
FCFF	млрд руб.	2	3	6	14	23	34	45	55	60
Кол-во акций	млн	66	71	73	80	86	90	93	94	95
Темпы роста	%		8%	-59%	-37%	-26%	-19%	-12%	-6%	-3%
NIC	млрд руб.	7	6	12	20	29	39	47	52	
Темпы роста	%		-14%	103%	63%	45%	33%	20%	10%	6%
FCFF на акцию	руб/акция	37	48	86	176	271	373	490	587	635
Темпы роста	%		30%	78%	105%	54%	38%	31%	20%	6%

Цена за акцию Positive Technologies при различных WACC и LTG

Текущая цена – 2 059 руб.		WACC				
		19%	21%	23%	25%	27%
LTG	8%	3 619	2 938	2 446	2 075	1 786
	7%	3 363	2 766	2 324	1 986	1 719
	6%	3 146	2 616	2 216	1 906	1 659
	5%	2 960	2 484	2 120	1 834	1 603
	4%	2 798	2 368	2 034	1 769	1 553

Ключевые индикаторы

Текущая рыночная капитализация (Мсар), млрд руб.	Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.						
	147						156
	2022	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
Рыночные индикаторы							
EV/EBITDA		13x	12x	7x	5x	3x	3x
EV/EBITDAC		19x	23x	11x	7x	5x	4x
P/E		14x	13x	8x	5x	4x	3x
P/NIC		19x	24x	12x	7x	5x	4x
EV/Выручка		6x	5x	3x	2x	2x	1x
EV/EBIT		14x	13x	8x	5x	4x	3x
Доходность дивидендных выплат							
FCF доходность		4%	5%	5%	10%	15%	21%
Акции в обращении, млн шт.							
	24	66	71	73	80	86	90
Ключевые финансовые результаты, млрд руб.							
Отгрузки	15	26	34	51	72	98	128
Темпы роста	88%	76%	32%	52%	40%	36%	30%
Выручка	14	22	30	46	65	88	114
Темпы роста	95%	61%	35%	54%	41%	35%	29%
Конверсия от отгрузок	95%	87%	89%	90%	91%	90%	90%
Денежные расходы	(7)	(11)	(17)	(23)	(31)	(41)	(53)
Темпы роста		67%	46%	38%	35%	33%	28%
Скорр. EBITDA	7,0	11	13	23	34	47	62
Темпы роста		56%	23%	74%	47%	38%	31%
Рентабельность	48%	43%	45%	50%	52%	53%	54%
EBITDAC	5,0	7,3	6,8	15	23	32	42
Темпы роста		45%	-7%	116%	53%	42%	30%
Рентабельность	37%	33%	23%	32%	35%	36%	36%
Скорр. EBIT	6,2	9,8	12	21	30	42	54
Чистая прибыль	6,1	9,7	11	18	27	38	49
Темпы роста	216%	59%	15%	62%	51%	38%	30%
Рентабельность	42%	38%	37%	39%	42%	42%	43%
NIC	4,7	7,1	6,1	12	20	29	39
Темпы роста		52%	-14%	103%	63%	45%	33%
Рентабельность	32%	28%	20%	27%	31%	33%	34%
FCF	2,2	1,7	2,8	4	11	20	29
Темпы роста		-23%	63%	34%	198%	80%	42%
Рентабельность	16%	8%	9%	8%	17%	23%	25%
Дивиденды							
Дивиденды выплаченные, млрд руб.	1,3	4,8	7,9	8x	15x	22x	30x
Коэффициент выплаты от FCF	58%	279%	280%	206%	130%	109%	105%
Дивиденды на акцию выплаченные, руб.	54	73	110	106	182	258	338
Закредитованность							
Чистый долг, млрд руб.	0,7	4,0	9,1	13,0	16,4	18,2	19,8
Чистый долг / скорр. EBITDA	0,1x	0,4x	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x

The background features a smooth gradient from light blue on the left to light pink on the right. Two thin, white, wavy lines curve across the upper portion of the image, adding a dynamic, organic feel to the design.

Диасофт

Тикер	DIAS
Название	Диасофт
Стоимость акции, руб.	4 585
Кол-во акций, млн шт.	10
Капитализация, млрд. руб.	46
Рекомендация	Держать

Структура акционеров



Важнейшие показатели

	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели, млрд руб.			
Выручка	12	14	16
EBITDAC	3,5	4,2	4,9
NIC	4,0	4,0	4,6
FCF	2,8	3,9	4,4
Темпы роста			
Выручка	28%	19%	18%
EBITDAC	21%	21%	16%
NIC	63%	0%	15%
FCF	70%	38%	14%
Рентабельность			
по EBITDAC	30%	30%	30%
по NIC	34%	28%	28%
FCF	24%	28%	27%
Мультипликаторы			
EV/Выручка	3,7x	3,1x	2,7x
EV/EBITDAC	13x	10x	9,0x
P/NIC	12x	12x	10x
Доходность инвестора			
ROE	72%	69%	74%
Дивидендная дох.	8%	10%	10%
Доходность FCF	6%	8%	10%

Начинаем покрытие с рекомендации

Держать

«Диасофт» – ведущий разработчик ПО для финансовых институтов (банки, страховые, фонды и т. п.) в РФ. Компания, по нашим оценкам, занимала примерно 31% своего основного рынка в 2023 г. (рост на 5 п.п. с 2022 г.). «Диасофт» имеет стабильный денежный поток, 70% выручки является рекуррентной.

Основные факторы инвестиционной привлекательности

- Наименее чувствительна в секторе разработки ПО при нормализации геополитической ситуации
- Мажоритарные акционеры – это создатели компании, лично занимавшиеся разработкой продукта
- Легкопрогнозируемые денежные потоки из-за самой сглаженной сезонности выручки в секторе
- Стабильная и относительно высокая дивидендная доходность в секторе
- В модели мы не закладываем успеха компании на рынках ERP, ПО для госсектора и инфраструктурного ПО. Любые успехи компании в этих направлениях – это возможный апсайд для наших прогнозов

Риски

- Самые низкие темпы роста среди анализируемых компаний при отсутствии выдающейся рентабельности по EBITDAC
- Конкуренция в основном сегменте разработки банковского ПО.
- Отмена налоговых льгот
- Возможный переход крупных банков на собственные in-house системы

Продуктовый портфель компании

Помимо продуктов, представленных ниже, Диасофт предоставляет услуги в рыночных сегментах «ПО для госсектора и предприятий» и «Системное ПО и средства производства программных продуктов». Однако доля в этих сегментах незначительна (<1%) и, по нашим оценкам, вряд ли увеличится в ближайшие годы.

Поэтому в рамках нашего исследования мы не рассматриваем данные сегменты и не прогнозируем выручку от них в нашей модели.

Рыночный сегмент	Продуктовое направление	Основные функциональные задачи ПО	Продукты Диасофт (платформы)	Объем рынка в 2022 г., млрд руб.	CAGR рынка '22-'28	Доля Диасофт в направлении, 2022 г.
ПО для финансового сектора	Операционная деятельность (core banking)	Обеспечение расчетов и обработки финансовой информации в банках		7,3	13%	38%
	Финансовые рынки	Автоматизация бизнес-процессов и операций мидл- и бэк-офиса	Digital Q.Consumer& Q.Corporate	6,0	9%	21%
	Цифровые решения	Реализация проектов по цифровой трансформации банков	Digital Q.DataFlows Digital Q.UP&Q.BPM Digital Q.Accounting& Q.Reporting Digital Q.Risk&Compliance	4,5	22%	30%
	Учет и отчетность	Организация хранения учетных данных, их обработки и получения различных видов отчетности		2,6	15%	42%
	Страхование	Автоматизация учета основных направлений страхового бизнеса		1,1	21%	27%
	Системная интеграция	Системная интеграция в ИТ-инфраструктуру клиентов прикладных продуктов Диасофт	Услуги сотрудников Диасофт	6,6		2%

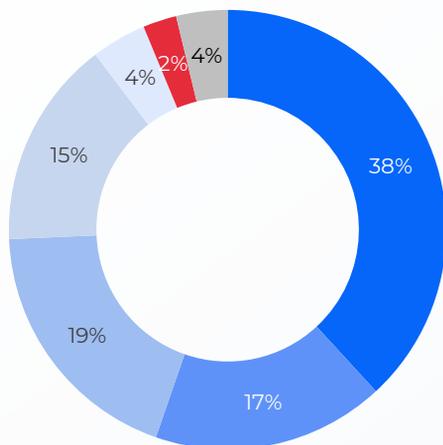
Источник: компания, Совкомбанк

Структура выручки компании «Диасофт» в 2023 г.

10 из топ-10

банков являются клиентами Диасофт*

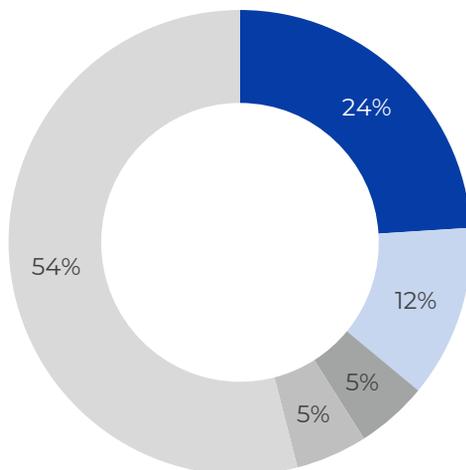
* - по данным Диасофт



- Операционная деятельность (core banking)
- Финансовые рынки
- Цифровые решения
- Учет и отчетность
- Страхование
- Системная интеграция и международные рынки
- ПО для госсектора и предприятий

Источник: компания, Совкомбанк

Доля компании на рынке разработки ПО для финансовых институтов в 2022 г.



- Диасофт
- ЦФТ
- Ланит
- R-Style Softlab
- Собственные разработки банков и прочие игроки

Источник: компания, Совкомбанк

DCF метод

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого аналитическим сообществом для оценки компании методом DCF.

Мы не даем точную оценку компании в рамках данного метода, так как считаем, что показатели WACC и LTG являются довольно субъективными.

Однако мы приводим оценочный диапазон целевой цены на 12M в рамках данной методологии при различных значениях WACC и LTG.

Прогноз FCFF для целей оценки Диасофт, млрд руб.

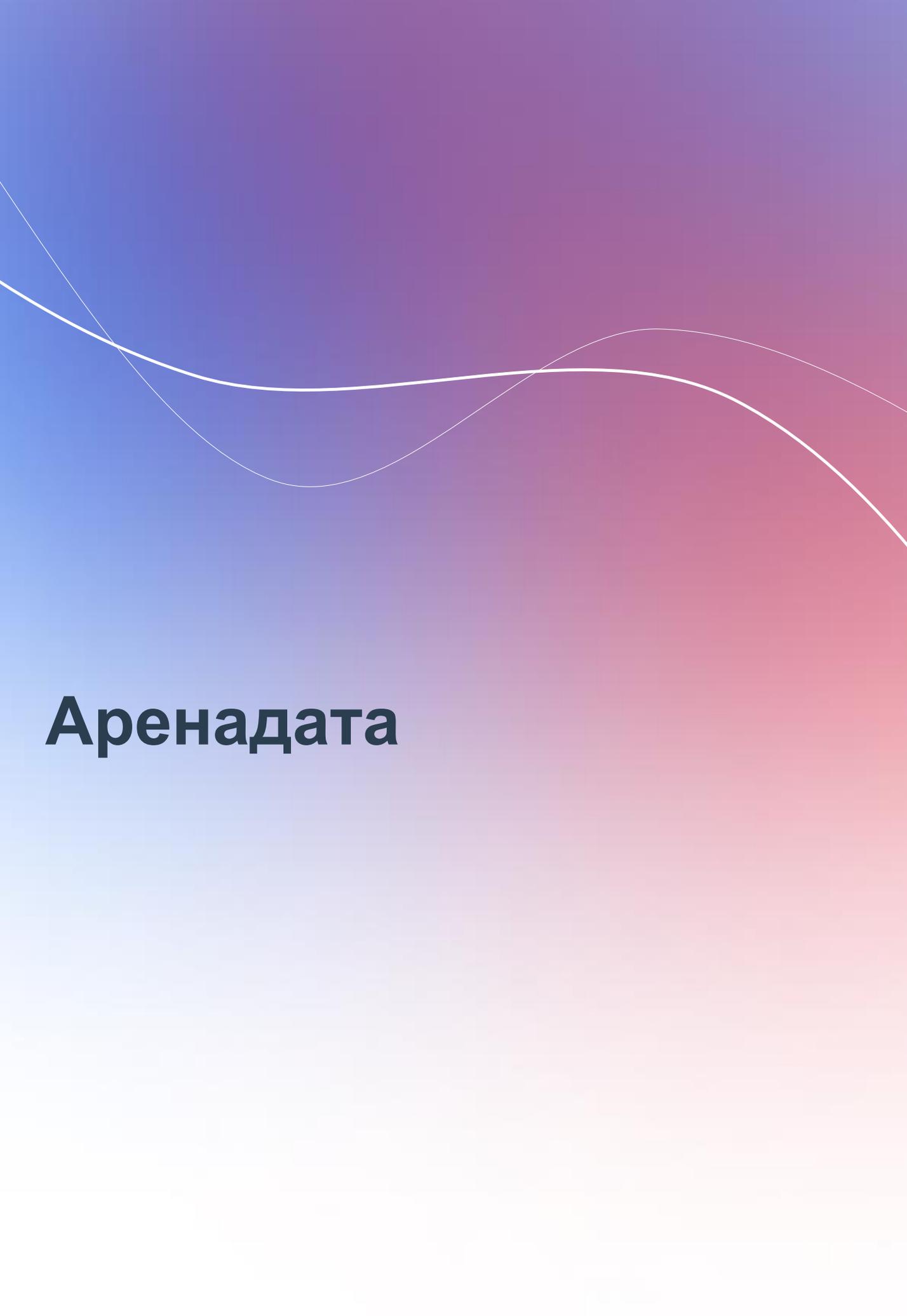
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV
Отгрузки с НДС	10	13	15	18	21	24	28	31	33
- НДС	(0,8)	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,9)	(5,0)
Отгрузки без НДС	9	12	14	16	19	22	25	28	28
- Денежные расходы и Амортизация	(5,8)	(7,7)	(9,0)	(11)	(12)	(14)	(16)	(18)	(18)
Операционная прибыль	3,4	4,0	4,9	5,9	6,9	7,9	9,0	10	10
Ставка налога на прибыль	2%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	15%
НОРАТ	3,3	4,0	4,7	5,6	6,5	7,5	8,5	10	8,4
Амортизация	0,5	0,7	0,9	1,1	1,4	1,7	2,2	2,6	4,4
Изменения в оборотном капитале (без учета изменений в отложенной выручке)	(0,7)	(1,0)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,8)
CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Капитализированные расходы на разработку	(1,0)	(1,2)	(1,6)	(2,1)	(2,6)	(3,2)	(3,8)	(4,4)	(4,7)
FCFF	1,9	2,4	3,4	4,0	4,6	5,3	6,0	6,7	7,1

Цена за акцию Диасофт при различных WACC и LTG

Текущая цена – 4 585 руб.		WACC				
		19%	21%	23%	25%	27%
LTG	8%	5 322	4 555	3 994	3 567	3 231
	7%	5 081	4 396	3 884	3 488	3 173
	6%	4 877	4 258	3 787	3 418	3 121
	5%	4 702	4 137	3 701	3 355	3 073
	4%	4 550	4 031	3 624	3 297	3 030

Ключевые индикаторы

Текущая рыночная капитализация (Mcap), млрд руб.	Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.						43
	46	2022	2023	2024о	2025о	2026о	
Рыночные индикаторы							
EV/EBITDA		11x	9,2x	7,5x	6,3x	5,3x	4,5x
EV/EBITDAC		15x	13x	10x	9,0x	7,7x	6,7x
P/E		15x	10x	9,5x	8,1x	7,0x	6,1x
P/NIC		19x	12x	12x	10x	8,7x	7,7x
EV/Выручка		4,7x	3,7x	3,1x	2,7x	2,3x	1,9x
EV/EBIT		13x	11x	8,9x	7,5x	6,3x	5,5x
Доходность дивидендных выплат		2%	8%	10%	10%	11%	12%
FCF доходность		4%	6%	8%	10%	11%	13%
Акции в обращении, млн шт.	10	10	10	10	10	10	10
Ключевые финансовые результаты, млрд руб.							
Выручка	7,2	9,1	12	14	16	19	22
<i>Темпы роста</i>	9%	27%	28%	19%	18%	17%	15%
Денежные расходы	(5,0)	(6,3)	(8,3)	(9,8)	(12)	(14)	(16)
<i>Темпы роста</i>	9%	26%	32%	18%	18%	17%	16%
Скorr. EBITDA	3,1	3,9	4,7	5,8	6,9	8,2	9,6
<i>Темпы роста</i>	22%	27%	20%	23%	19%	19%	17%
<i>Рентабельность</i>	43%	43%	40%	42%	42%	43%	44%
EBITDAC	2,2	2,9	3,5	4,2	4,9	5,7	6,4
<i>Темпы роста</i>	8%	30%	21%	21%	16%	16%	14%
<i>Рентабельность</i>	31%	31%	30%	30%	30%	29%	29%
Скorr. EBIT	2,7	3,4	4,0	4,9	5,9	6,9	7,9
Чистая прибыль	2,6	3,1	4,3	4,8	5,6	6,6	7,6
Скorr. чистая прибыль	2,6	3,1	4,6	4,8	5,6	6,6	7,6
<i>Темпы роста</i>	24%	16%	51%	5%	17%	17%	15%
<i>Рентабельность</i>	37%	33%	39%	35%	34%	34%	34%
NIC	2,1	2,4	4,0	4,0	4,6	5,3	6,0
<i>Темпы роста</i>	10%	19%	63%	0%	15%	15%	13%
<i>Рентабельность</i>	29%	27%	34%	28%	28%	27%	27%
FCF	1,8	1,6	2,8	3,9	4,4	5,1	5,8
<i>Темпы роста</i>	1%	-10%	70%	38%	14%	15%	14%
<i>Рентабельность</i>	25%	18%	24%	28%	27%	26%	26%
Дивиденды							
Дивиденды объявленные, млрд руб.	1,6	1,0	3,6	4,5	4,7	5,2	5,6
Коэффициент выплаты от FCF	90%	59%	130%	116%	106%	102%	97%
Дивиденды на акцию выплаченные, руб.	165	98	363	446	468	517	560
Закредитованность и денежные потоки							
Чистый долг, млрд руб.	(0,2)	(3,0)	(2,0)	(1,3)	(0,9)	(0,7)	(0,8)
Чистый долг / скorr. EBITDA	(0,0x)	(0,8x)	(0,4x)	(0,2x)	(0,1x)	(0,1x)	(0,1x)



Аренадата

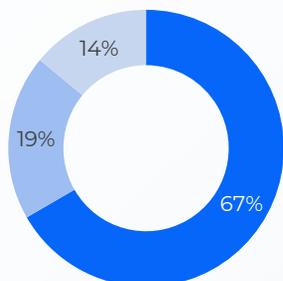
Тикер	DATA
Название	Аренадата
Стоимость акции, руб.	118
Кол-во акций, млн шт.	200
Капитализация, млрд. руб.	24
Рекомендация	Покупать

Структура акционеров

■ АО "ГС-Инвест"

■ ЗПИФ
"Цифровые
инвестиции"

■ В свободном
обращении



Предположительная структура, исходя из данных о владельцах ООО «АДС-Холдинг», и гипотезы, что акционеры снизили долю при IPO в равных размерах

Начинаем покрытие с рекомендации

Покупать

«Аренадата» является топ-2 игроком (после PostgresPro) на рынке СУБД с долей 7% в РФ и топ-1 игроком на рынке аналитических СУБД с долей 46%. Имеет стабильный FCF: 70% выручки - возобновляемая.

Компания имеет широкую продуктовую линейку и присутствует в большинстве сегментов СУБД. Менеджмент имеет планы по достижению доли рынка в 20% (в 2023 г. было 6%) за счет расширения в текущих сегментах и выхода в сегмент СУБД общего назначения.

Основные факторы инвестиционной привлекательности

- Высокий retention rate клиента на уровне 98% позволяет рассчитывать на высокие рекуррентные потоки выручки в будущем
- Самая привлекательная оценка среди аналогов на фоне одних из самых лучших финансовых показателей
- Стабильно растущий рынок на фоне непрекращающегося роста количества получаемых и обрабатываемых данных
- Продукты компании более востребованы у B2B клиентов, чем продукты других публичных разработчиков ПО

Риски

- Потенциальное размытие доли миноритарных акционеров на 14%
- Изменение условий использования и (или) ограничение доступа к Open Source
- Продажи связанным сторонам
- Высокая конкуренция на существующих рынках и возможно неуспешный выход на рынок СУБД общего назначения

Важнейшие показатели

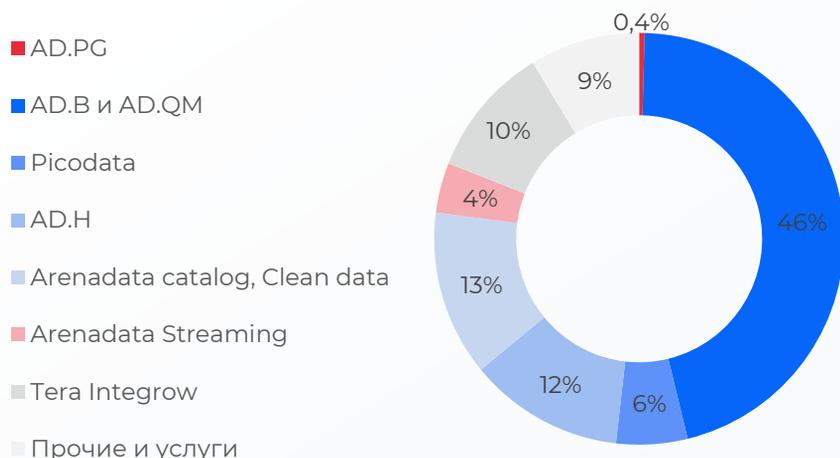
	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели, млрд руб.			
Выручка	6,1	8,8	12
ЕБИТДАС	2,1	3,3	4,7
NIC	2,1	3,1	4,5
FCF	1,6	2,8	4,1
Темпы роста			
Выручка	53%	45%	37%
ЕБИТДАС	32%	57%	43%
NIC	55%	48%	43%
FCF	66%	73%	48%
Рентабельность			
по ЕБИТДАС	35%	37%	39%
по NIC	35%	35%	37%
FCF	26%	31%	34%
Мультипликаторы			
EV/Выручка	3,9x	2,7x	2,0x
EV/ЕБИТДАС	11x	6,6x	4,5x
P/NIC	11x	7,6x	5,3x
Доходность инвестора			
ROE	109%	122%	121%
Дивидендная дох.	7%	9%	14%
Доходность FCF	7%	12%	17%

Продуктовый портфель компании

Рынок	Сегмент	Основные функциональные задачи ПО	Продукты Арендаты	Объем рынка в 2023 г., млрд руб.	CAGR рынка '23-'30	Доля Арендаты в сегменте
СУБД	СУБД общего назначения	Выполнение множества запросов, не требующих обработки большого объема информации	AD.PG	17	16%	0,4%
	Аналитических СУБД	Выполнение аналитических задач с обработкой огромных массивов информации	AD.B, AD.QM	12	23%	46%
	Резидентные СУБД	Обработка данных в режиме реального времени при мониторинге и анализе бизнес-процессов	Picodata	5	22%	6%
	СУБД на платформе Hadoop	Работа с BigData, хранение неструктурированных данных и последующая обработка больших массивов данных	AD.H	2	14%	12%
Средства управления данными	Средства очистки данных	Решение задач повышения качества и унификации данных	Clean Data	11	20%	13%
	Иные средства управления данными	Защита от киберугроз и утечек данных	Arenadata Catalog			
Средства загрузки данных	Средства загрузки данных	Стриминговые решения - используются при создании систем анализа данных в режиме реального времени Инструменты загрузки данных - используются для интеграции данных различных учетных систем, а также для миграции данных	Arenadata Streaming	4	20%	4%

Источник: компания, Совкомбанк

Структура выручки Арендата в 2023 г.



Источник: оценки Совкомбанк

«Аренадата» имеет самую широкую продуктовую линейку среди конкурентов. Это позволяет сформировать более комплементарное предложение для клиентов и увеличивать рыночную долю компании.

Также мы считаем, что компетенции компании на рынках аналитических и резидентных СУБД помогут ей занять свою нишу на рынке СУБД общего назначения, который на данный момент является крупнейшим сегментом рынка СУБД.

Диверсифицированность продуктовой линейки «Группы Аренадата» относительно российских конкурентов

	СУБД				Средства управления данными		Средства загрузки данных	Количество коммерческих внедрений
	СУБД общего назначения	Аналитические СУБД	Резидентные СУБД	Озера данных (Платформа Hadoop)	Средства очистки данных	Иные средства управления данными		
	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Postgres Pro	✓							
Диасофт	✓	✓	✓				✓	
Редсофт	✓							
Яндекс Облако		✓					✓	
Сбертех	✓							
Ростелеком		✓		✓		✓	✓	
VK Tech			✓					
Tantor	✓							

Источник: компания, ЦСР

Объем создаваемых данных в мире стремительно растет: 120 зеттабайт в 2023 г. (ежедневно создается около 330 млн терабайт данных), а уже к 2025 г. прогнозируется увеличение в 1,5 раза, до 181 зеттабайта. За последние 8 лет в мире было создано более 90% всего объема данных, созданных за период 2010–2023 гг.

Необходимость обработки непрерывно растущих объемов информации определяет рост популярности соответствующего ПО и стимулирует быстрое развитие рынка СУБД и инструментов обработки данных.

Мы ожидаем, что объем данных, создаваемых в России, будет расти схожими темпами.

Объем созданных цифровых данных в мире, зеттабайт



Самые привлекательные мультипликаторы на фоне сильных финансовых прогнозов

Мультипликатор EV/EBITDAC '24 «Аренадаты» - 11х примерно в 2 раза ниже, чем у наиболее сопоставимых аналогов (POSI и ASTR – 23х и 20х) при сопоставимых или даже более привлекательных финансовых индикаторах

Темпы роста выручки в 2024-2028 гг.



Средняя рентабельность по EBITDAC в 2024-2028 гг.



Растущий дивидендный аристократ

«Аренадата» (DATA) наравне с «Диасофтом» (DIAS) может предложить инвесторам высокую относительно других ИТ-компаний дивидендную доходность. Текущая цена позволяет зафиксировать такую доходность.

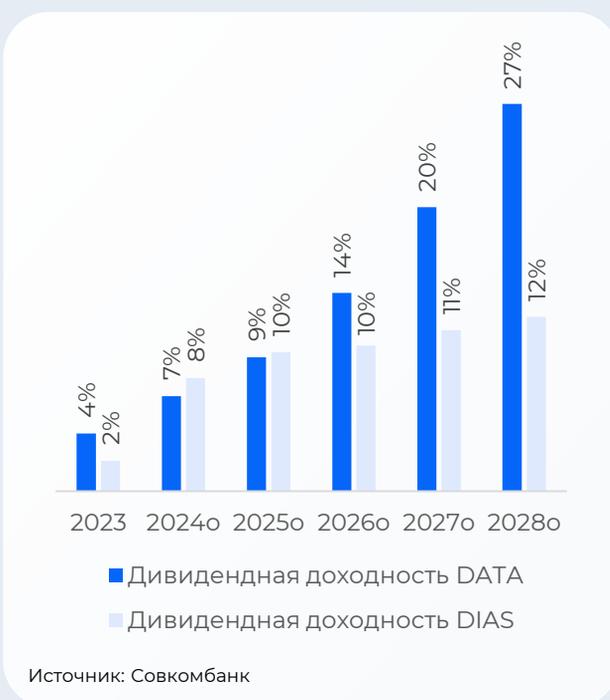
При этом FCF «Аренадаты» растет быстрее, чем у «Диасофта». Таким образом, мы получаем быстрорастущего игрока, способного генерировать дивидендную доходность около 10% в 2025 г. и более 13% в последующие периоды.

Из-за более высоких темпов роста FCF «Аренадата» сможет демонстрировать с 2026 года дивидендную доходность выше, чем у «Диасофта».

Темпы роста FCF «Аренадаты» и «Диасофт»



Дивидендная доходность «Аренадаты» и «Диасофт»



Потенциальное размытие доли акционеров в 2027 году

В рамках IPO были выпущены привилегированные акции в размере 14% от текущего количества обыкновенных акций. Они выпущены в пользу ЗПИФ «Аренадаты» и будут по сути являться квази-казначейскими. В 2026 году эти привилегированные акции будут сконвертированы в обыкновенные и выданы:

- Ключевым сотрудникам компании в рамках программы долгосрочного поощрения акциями (LTIP) в случае выполнения поставленных перед ними KPI.
- Миноритарным акционерам ранее приобретенных «Аренадатой» компаний. Но акции будут переданы, только если эти купленные компании достигнут KPI, которые установила им «Аренадата».

В случае, если все выполнят свои KPI, текущие акционеры будут размыты на 14% - это негатив. Сами KPI не раскрываются. Существует риск, что они не привязаны к фундаментальным показателям в виде выручки или прибыли.

Из плюсов – компания сможет удержать ключевой персонал, от которого зависит достижение прогнозных темпов роста. Кроме того, акционерам «Аренадаты» будет доставаться больше денежного потока (так как доля «Аренадаты» в дочерних компаниях увеличится).

В рамках своей модели мы закладываем данный риск в полной мере, но, несмотря на это, мы считаем, что акции компании фундаментально недооценены и являются инвестиционно-привлекательными.

Продажи связанным сторонам

«Аренадата» реализует существенную долю выручки через «связанные стороны», в том числе «Рубитех».

Типичным паттерном для ИТ-компаний является рост дебиторской задолженности (ДЗ) по итогам 4К и ее резкое снижение в 1П следующего года за счет осуществления клиентами выплат по контрактам, заключенным в 4К. Примерно 50% выручки «Аренадаты» приходится на 4К.

У «Аренадаты» такого снижения в 1П24 не произошло (было 1.7 млрд на конец 2023 года, стало 1.8 млрд руб.). На наш взгляд, это может говорить о том, что компания увеличивала свою выручку, чтобы показать более высокие темпы роста перед IPO. То есть отгрузки продуктов происходят аффилированным компаниям, не входящим в периметр консолидации, но деньги «Аренадате» не поступают, и стоимость этих контрактов переходит в ДЗ, увеличивая выручку.

Также стоит отметить, что существенная часть ДЗ (~50% на конец 2023 года и ~30% на конец 1П24) – это ДЗ связанных сторон. Компания комментирует, что связанные стороны – это партнеры-системные интеграторы, частично принадлежащие акционерам «Аренадаты». Системные интеграторы осуществляют продажи клиентам, среди которых преимущественно госкорпорации и крупные системообразующие компании РФ. Подавляющее большинство клиентов является владельцами КИИ, соответственно, им необходимо закупать отечественные решения.

С учётом этого существует риск завышения выручки компании и обесценения ДЗ, что будет приводить к снижению прогнозов аналитиков по чистой прибыли и денежному потоку. Также при такой схеме есть риск смещения центра прибыли на партнеров.

Вместе с тем, по итогам 3К24, ДЗ сократилась на 13% по сравнению с 2К24. Окончательный вывод об отсутствии риска завышения выручки можно будет сделать по итогам 1К25 или 1П25.

По заявлениям компании, в 2024 году подписание контактов с клиентами проводится раньше 4К с целью сместить выручку с 4К24 на 3К24 и выровнять ее сезонность, поэтому погашающаяся ДЗ «замещается» новой выручкой, в связи с чем нет заметного снижения ДЗ.

Рост ДЗ со связанными сторонами в 2 раза кв/кв объясняется переходом на более тесное сотрудничество с системным интегратором «Рубитех» (связанная сторона), вероятно, большая часть выручки реализовывалась через этого интегратора.

DCF метод

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого аналитическим сообществом для оценки компании методом DCF.

Мы не даем точную оценку компании в рамках данного метода, так как считаем, что показатели WACC и LTC являются довольно субъективными.

Однако мы приводим оценочный диапазон целевой цены на 12M в рамках данной методологии при различных значениях WACC и LTC.

Прогноз FCFF для целей оценки «Группы Аренадата», млрд руб.

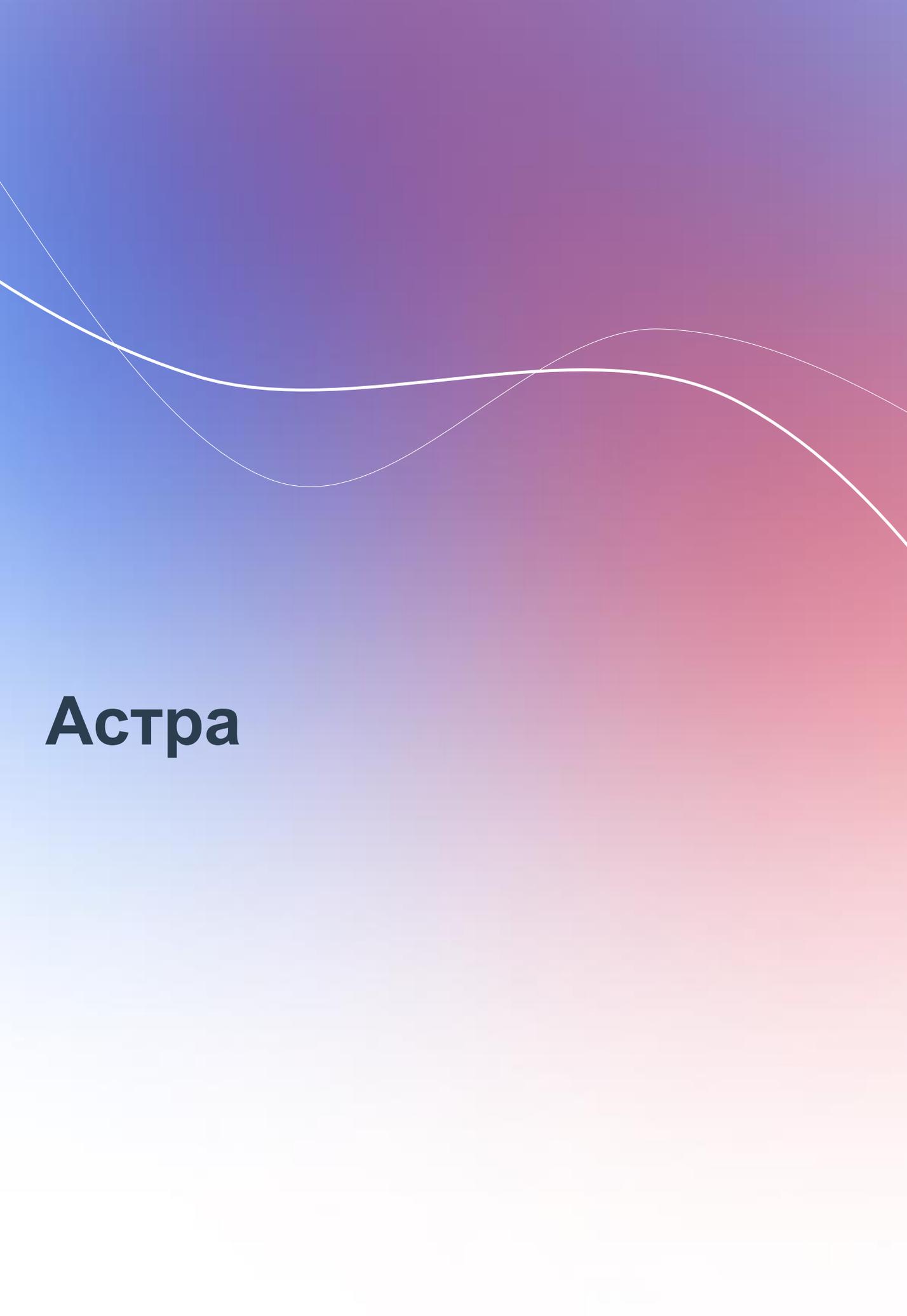
	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о	TV
Отгрузки с НДС	6,7	9,7	13	17	22	27	33	35
НДС	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,3)	(1,7)	(2,3)	(3,0)	(5,3)
Отгрузки без НДС	6,3	9,1	12	16	20	25	30	30
Денежные расходы и Амортизация	(4,4)	(5,8)	(7,6)	(9,7)	(12,0)	(14,6)	(17,4)	(17)
Операционная прибыль	1,9	3,4	4,8	6,4	8,3	10	13	13
Ставка налога на прибыль	-1%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-15%
НОРАТ	1,9	3,2	4,5	6,1	7,9	10	12	11
Амортизация	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Изменения в оборотном капитале (без учета изменений в отложенной выручке)	(0,4)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,2)
CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Капитализированные расходы на разработку	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)
FCFF	1,3	2,4	3,6	5,2	6,9	8,7	11	9,3

Цена за акцию «Группы Аренадата» при различных WACC и LTC

Текущая цена – 118 руб.		WACC				
		19%	21%	23%	25%	27%
LTC	8%	269	225	194	170	151
	7%	256	217	188	166	148
	6%	245	210	183	162	145
	5%	236	203	179	159	143
	4%	228	198	175	156	141

Ключевые индикаторы

	Текущая рыночная капитализация (Мсар), млрд руб.		Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.				
	2022	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
Рыночные индикаторы							
EV/EBITDA		13x	10x	6,1x	4,2x	3,0x	2,2x
EV/EBITDAC		14x	11x	6,6x	4,5x	3,1x	2,3x
P/E		16x	10x	7,3x	5,2x	3,8x	2,9x
P/NIC		17x	11x	7,6x	5,3x	3,9x	3,0x
EV/Выручка		6,0x	3,9x	2,7x	2,0x	1,5x	1,2x
EV/EBIT		14x	10x	7,0x	5,0x	3,7x	2,8x
Доходность дивидендных выплат		4%	7%	9%	14%	20%	27%
FCF доходность		4%	7%	12%	17%	24%	32%
Акции в обращении, млн шт.			200	200	200	200	200
Ключевые финансовые результаты, млрд руб.							
Выручка	2,5	4,0	6,1	8,8	12	16	20
Темпы роста	60%	58%	53%	45%	37%	31%	26%
Денежные расходы	(1,6)	(2,4)	(4,0)	(5,5)	(7,3)	(9,3)	(12)
Темпы роста	91%	49%	67%	39%	33%	27%	24%
Скorr. EBITDA	1,0	1,7	2,4	3,6	5,0	6,7	8,7
Темпы роста	30%	75%	38%	52%	41%	34%	29%
Рентабельность	39%	43%	39%	41%	42%	43%	44%
Скorr. EBITDAC	0,9	1,6	2,1	3,3	4,7	6,4	8,3
Темпы роста	25%	74%	32%	57%	43%	36%	30%
Рентабельность	36%	40%	35%	37%	39%	41%	42%
Скorr. EBIT	0,9	1,6	2,2	3,4	4,8	6,4	8,3
Скorr. чистая прибыль	1,0	1,5	2,0	3,2	4,6	6,2	8,0
Темпы роста	50%	48%	59%	41%	41%	35%	30%
Рентабельность	39%	36%	38%	37%	38%	39%	40%
NIC	0,9	1,4	2,1	3,1	4,5	6,1	7,9
Темпы роста	47%	47%	55%	48%	43%	36%	30%
Рентабельность	37%	34%	35%	35%	37%	39%	40%
FCF	1,1	1,0	1,6	2,8	4,1	5,6	7,4
Темпы роста	182%	-12%	66%	73%	48%	39%	32%
Рентабельность	44%	24%	26%	31%	34%	36%	37%
Дивиденды							
Дивиденды выплаченные, млрд руб.	0,6	1,0	1,6	2,2	3,3	4,7	6,4
Коэффициент выплаты от NIC	64%	70%	74%	71%	73%	77%	81%
Дивиденды на акцию выплаченные, руб.	-	-	8	11	16	23	32
Закредитованность и денежные потоки							
Чистый долг, млрд руб.	(1,6)	(1,0)	(1,1)	(1,6)	(2,4)	(3,4)	(4,4)
Чистый долг / скorr. EBITDA	(1,6x)	(0,6x)	(0,5x)	(0,5x)	(0,5x)	(0,5x)	(0,5x)

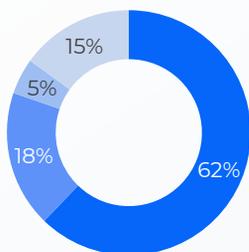


Астра

Тикер	ASTR
Название	Астра
Стоимость акции, руб.	497
Кол-во акций, млн шт.	210
Капитализация, млрд. руб.	104
Рекомендация	Держать

Структура акционеров

- Денис Фролов
- Илья Сивцев
- Квазиказначейский пакет
- В свободном обращении



Важнейшие показатели

	2024о	2025о	2026о
Финансовые показатели, млрд руб.			
Отгрузки	21	34	48
Выручка	18	29	42
EBITDAC	5	10	14
NIC	5	9	13
FCF	2	5	10
Темпы роста			
Отгрузки	85%	64%	42%
EBITDAC	87%	87%	48%
NIC	62%	67%	47%
FCF	160%	142%	91%
Рентабельность			
по EBITDAC	44%	45%	44%
по NIC	29%	30%	30%
FCF	13%	19%	25%
Мультипликаторы			
EV/Выручка	5,9x	3,6x	2,4x
EV/EBITDAC	20x	11x	7x
P/NIC	20x	12x	8x
Доходность инвестора			
ROE	70%	65%	63%
Дивидендная дох.	1,8%	4,0%	8,3%
Доходность FCF	2,1%	5,2%	10%

Начинаем покрытие с рекомендации

Держать

«Группа Астра» является лидером среди российских разработчиков ОС. Помимо этого компания развивает различное инфраструктурное ПО.

Менеджмент планирует утроить прибыль за ближайшие два года, сохранить лидерство в разработке ОС и нарастить выручку от инфраструктурного ПО до 50% к 2030 г.

Основные факторы инвестиционной привлекательности

- Рыночный лидер среди российских разработчиков (с долей 76% в 2023 г.) в своем основном сегменте разработки ОС
- Разрабатывают самое базовое ПО, что эффективно защищает компанию от оттока клиентов
- Широко диверсифицированная продуктовая линейка инфраструктурного ПО дает компании доступ во множество сегментов ИТ-рынка и увеличивает потенциальный TAM компании
- Самые высокие прогнозные темпы роста в секторе
- Амбициозные планы компании по утроению чистой прибыли за два года, которые подкрепляются сильными квартальными результатами

Риски

- Конкуренция в инфраструктурном ПО
- Отмена налоговых льгот
- Замедление темпов роста при стабилизации геополитической ситуации
- Самые дорогие мультипликаторы в секторе

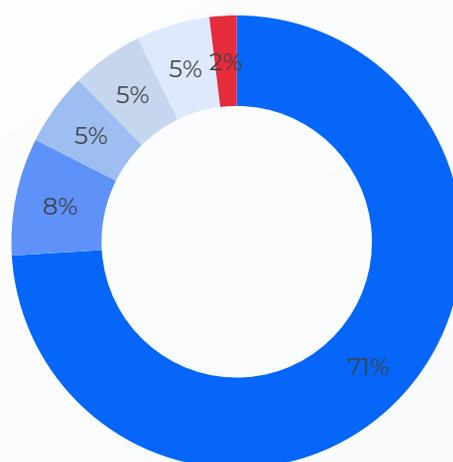
Продуктовый портфель компании

Рынок	Сегмент	Основные функциональные задачи ПО	Продукты Астры	Объем рынка в 2022 г. (российские игроки), млрд руб.	CAGR рынка (российские игроки) '22-'30	Доля Астры в сегменте
ОС		Универсальная ОС с высокой степенью совместимости и защищенности	Astra Linux	7,2	31%	75%
Инфраструктурное ПО	СУБД общего назначения	Полнофункциональная модульная платформа для администрирования и мониторинга баз данных	Tantor	9,1	27%	0,8%
	Резервное копирование	Система автоматизированного резервного копирования, восстановления и хранения данных	RuBackup	2,1	33%	17%
	Почтовые решения	Система управления корпоративной почтой со встроенным мобильным рабочим местом	RUPOST, WorksPad	1,5	33%	6%
	Виртуализация	Автоматизация и виртуализация защищенного рабочего места	БРЕСТ, vmmanager, TERMIDESK	0,9	52%	45%
	Управление каталогами	Централизованное управление параметрами учетных записей пользователей и сервисами ИТ-инфраструктуры	ALDPro	0,1	59%	25%

Источник: Strategy Partners, компания, Совкомбанк

Структура отгрузок «Группы Астра» в 2023 г. по оценкам Совкомбанк

- Astra Linux
- Vmmanager, Брест, Termidesk
- ALDPro
- RuBackup
- Tantor
- Прочее



Источник: оценка Совкомбанк

«Группа Астра» имеет диверсифицированную продуктовую линейку относительно своих российских конкурентов, что дает возможность предоставлять клиентам комплементарные товары и услуги, наращивая рыночную долю компании.

Мы предполагаем, что **разработчики ОС имеют преимущество в сфере разработки инфраструктурного ПО перед специализированными разработчиками**. Одним из основных критериев бесперебойной и качественной работы инфраструктурного ПО является совместимость с ОС, на которую оно установлено. «Астра», чьим основным продуктом является ОС собственной разработки, может это гарантировать.

Также, при разработке новых версий собственных ОС и инфраструктурного ПО, разработчики «Астры» могут заранее встраивать в ОС и ПО программные решения, которые позволят им быть более совместимыми и производительными по сравнению с ПО специализированных разработчиков.

Примеры корпоративных платформ мировых лидеров RedHat и Microsoft это полностью подтверждают: эти компании для корпоративных рынков также очень активно разрабатывают инфраструктурное ПО: системы управления конфигурациями, базы данных и иные решения, отвечающие за централизованное управление, мониторинг и резервное копирование.

Диверсифицированность продуктовой линейки «Группы Астра» относительно российских конкурентов

Ключевые продуктовые сегменты российского рынка инфраструктурного ПО	 АСТРА	Ред Софт	Базальт	Rosa	Нишевые игроки
Операционная система	✓	✓	✓	✓	✗
Безопасность и доступ	✓	✓	✓	✗	✗
Почтовые сервисы	✓	✗	✗	✗	CommuniGate Pro
Решения для резервного копирования	✓	✗	✗	✗	Кибер Протект
ПО для управления инфраструктурой	✓	✓	✗	✓	✗
ПО для виртуализации	✓	✓	✓	✓	Базис
ПО для управления мобильностью (ЕММ)	✓	✗	✗	✗	✗
СУБД	✓	✓	✗	✗	Professional Postgress
Мобильные решения	✓	✓	✗	✓	✗
Платформа для разработчиков	✓	✓	✓	✗	✗

Источник: компания, Совкомбанк

DCF метод

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого аналитическим сообществом для оценки компании методом DCF.

Мы не даем точную оценку компании в рамках данного метода, так как считаем, что показатели WACC и LTG являются довольно субъективными.

Однако, мы приводим оценочный диапазон целевой цены на 12М в рамках данной методологии при различных значениях WACC и LTG.

Прогноз FCFF для целей оценки Группа Астра, млрд руб.

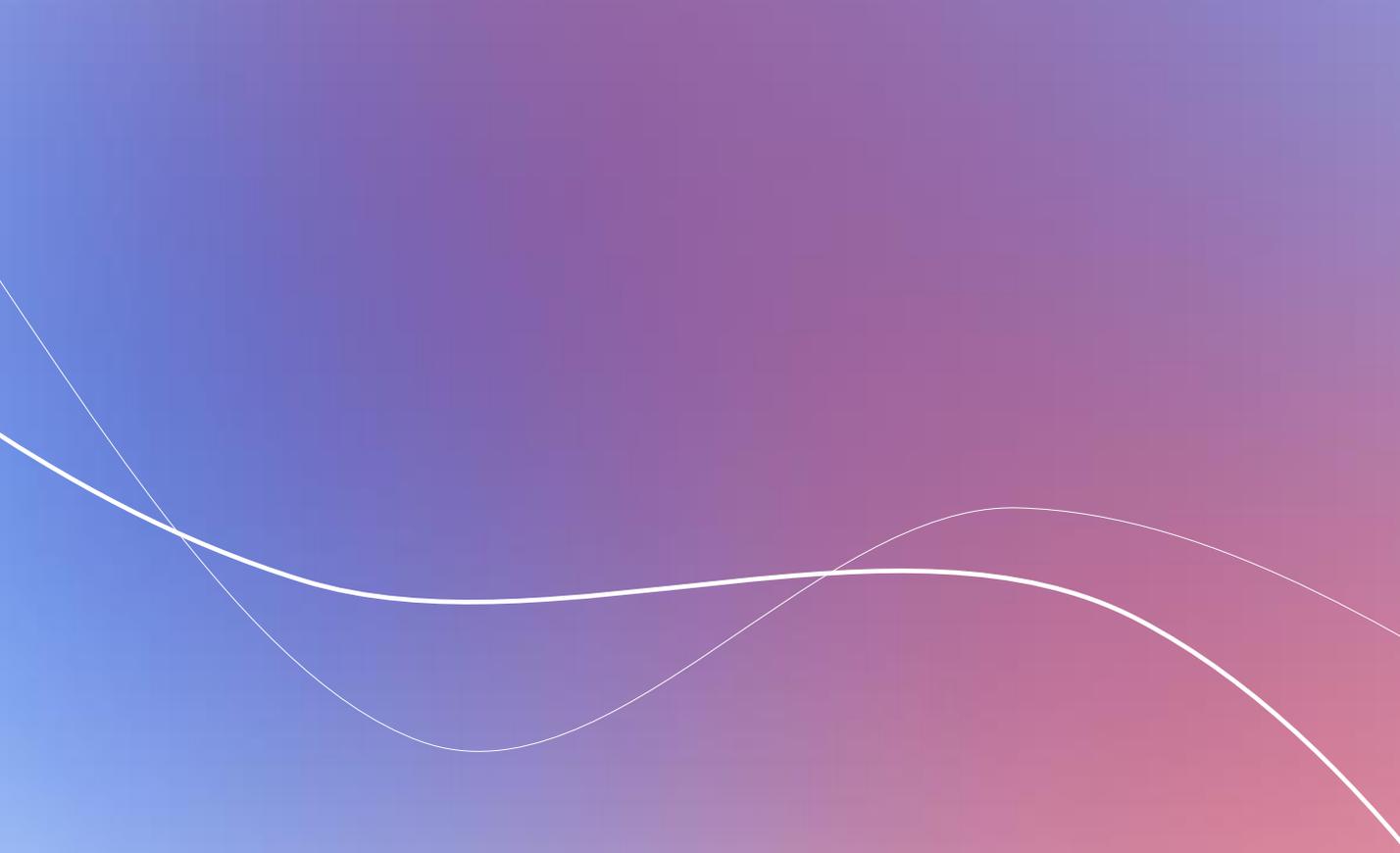
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV
Отгрузки с НДС	12	22	37	53	73	94	113	124	132
НДС	(1)	(2)	(3)	(5)	(8)	(12)	(16)	(19)	(23)
Отгрузки без НДС	11	21	34	48	65	82	97	105	108
Денежные расходы и Амортизация	(6)	(11)	(18)	(26)	(34)	(41)	(47)	(51)	(54)
Операционная прибыль	6	10	16	22	31	42	50	54	54
Ставка налога на прибыль	-2%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	15%
НОРАТ	6	10	16	21	30	39	48	51	46
Амортизация	0	1	2	3	3	4	5	7	7
Изменения в оборотном капитале (без учета изменений в отложенной выручке)	(1)	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)	(3)	(0)	(0)
CAPEX	(0)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)
Капитализированные расходы на разработку	(1)	(3)	(3)	(4)	(6)	(7)	(8)	(9)	(7)
FCFF	4	4	8	14	21	30	40	46	44

Цена за акцию Группа Астра при различных WACC и LTG

Текущая цена – 497 руб.		WACC				
		19%	21%	23%	25%	27%
LTG	8%	1 285	1 062	900	777	681
	7%	1 211	1 013	866	753	663
	6%	1 149	971	836	731	647
	5%	1 095	934	809	711	632
	4%	1 049	901	785	693	618

Ключевые индикаторы

Текущая рыночная капитализация (Мсар), млрд руб.	Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.						
	104	2022	2023	2024о	2025о	2026о	2027о
Рыночные индикаторы							
EV/EBITDA		26x	13x	8,0x	5,6x	3,7x	2,6x
EV/EBITDAC		38x	20x	11x	7,2x	4,7x	3,2x
P/E		29x	15x	9,5x	6,8x	4,7x	3,4x
P/NIC		33x	20x	12x	8,2x	5,5x	3,8x
EV/Выручка		11x	5,9x	3,6x	2,4x	1,7x	1,3x
EV/EBIT		28x	15x	9,1x	6,5x	4,3x	2,9x
Доходность дивидендных выплат		1,1%	1,8%	4,0%	8,3%	12%	18%
FCF доходность		0,8%	2,1%	5,2%	10%	16%	23%
Акции в обращении, млн шт.	210	210	210	210	210	210	210
Ключевые финансовые результаты, млрд руб.							
Отгрузки	6,4	11	21	34	48	65	82
<i>Темпы роста</i>	164%	75%	85%	64%	42%	35%	26%
Выручка	5,4	9,5	18	29	42	57	73
<i>Темпы роста</i>	150%	77%	86%	64%	44%	37%	27%
<i>Конверсия от отгрузок</i>	84%	85%	85%	86%	87%	88%	89%
Денежные расходы	(2,5)	(5,4)	(10)	(16)	(23)	(31)	(36)
<i>Темпы роста</i>	133%	117%	83%	62%	46%	30%	19%
Скорр. EBITDA	2,9	4,1	7,8	13	18	27	37
<i>Темпы роста</i>	167%	42%	90%	68%	41%	45%	37%
<i>Рентабельность</i>	54%	43%	44%	45%	44%	46%	50%
EBITDAC	2,2	2,7	5,1	10	14	21	30
<i>Темпы роста</i>	185%	22%	87%	87%	48%	48%	41%
<i>Рентабельность</i>	42%	29%	29%	33%	34%	37%	41%
Скорр. EBIT	2,7	3,8	7,0	11	16	23	32
Чистая прибыль	3,1	3,6	7,2	11	15	22	31
<i>Темпы роста</i>	185%	18%	97%	53%	39%	47%	39%
<i>Рентабельность</i>	57%	38%	40%	38%	36%	39%	43%
NIC	2,6	3,2	5,2	8,7	13	19	27
<i>Темпы роста</i>	181%	25%	62%	67%	47%	50%	43%
<i>Рентабельность</i>	47%	33%	29%	30%	30%	33%	37%
FCF	0,7	0,9	2,2	5,4	10	16	24
<i>Темпы роста</i>		28%	160%	142%	91%	58%	50%
<i>Рентабельность</i>		12%	9%	13%	19%	25%	34%
Дивиденды							
Дивиденды выплаченные, млрд руб.	0,6	1,1	1,9	4,1	8,7	13	19
Коэффициент выплаты от NIC	85%	132%	86%	77%	84%	78%	78%
Дивиденды на акцию выплаченные, руб.	2,7	5,4	9	20	41	61	91
Закредитованность и денежные потоки							
Чистый долг, млрд руб.	(0,1)	0,1	(0,2)	(1,5)	(3,1)	(6,6)	(12,0)
Чистый долг / скорр. EBITDA	(0,0x)	0,0x	(0,0x)	(0,1x)	(0,2x)	(0,2x)	(0,3x)



Приложения

Прогноз развития ИТ-рынка, млрд руб.



Источник: Strategy Partners, Совкомбанк

Драйверы роста

- 1 Невозможность работать с западными вендорами и легально оплачивать их услуги из-за санкций
- 2 Продолжение процесса импортозамещения и формирование технологического суверенитета
- 3 Переход к платформенным решениям
- 4 Усложнение и рост стоимости строительства и поддержки собственной ИТ-инфраструктуры
- 5 Цифровая трансформация всех отраслей экономики
- 6 Начало применения решений на основе искусственного интеллекта и потребность в обработке больших объемов данных

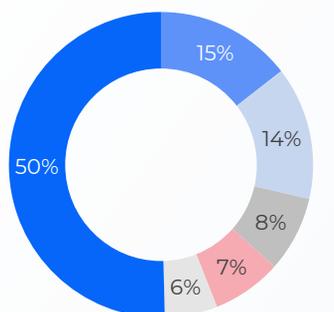
Рынок кибербезопасности

Прогноз развития рынка кибербезопасности, млрд руб.



Источник: ЦСР, Совкомбанк

Структура рынка кибербезопасности в 2022 г., %



- Лаборатория Касперского
- Positive Technologies
- ИнфоТеКС
- Код Безопасности
- UserGate
- Прочие

Источник: ЦСР, Совкомбанк

Драйверы роста

- 1 Рост числа кибератак на органы власти, бизнес и промышленные объекты
- 2 Уход зарубежных вендоров с российского рынка, ограничение поставок их продуктов в Россию
- 3 Введение ответственности первых лиц организаций за обеспечение информационной безопасности предприятий
- 4 Запрет на закупку иностранного ПО для использования на объектах критической информационной инфраструктуры (КИИ) с 31 марта 2022 г.
- 5 Активное стимулирование отрасли со стороны государства в рамках создания технологической независимости и безопасности КИИ России (субсидии, гранты, налоговые льготы)
- 6 Ужесточение требований к информационной безопасности

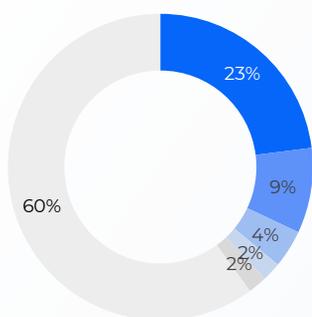
Рынок систем управления базами данных и инструментов обработки данных

Прогноз развития рынка СУБД и инструментов обработки данных, млрд руб.



Источник: Центр стратегических разработок, Совкомбанк

Структура рынка СУБД и инструментов обработки данных в 2023 г., %



- Postgres Professional
- Группа Аренадата
- Яндекс.Облако
- VK Tech
- Ростелеком
- Прочие

Источник: Центр стратегических разработок, Совкомбанк

Драйверы роста

- 1 Потребность в СУБД вследствие цифровизации во всех секторах экономики
- 2 Неудовлетворенный спрос в связи с уходом западных вендоров
- 3 Растущие затраты компаний на приобретение нового ПО в рамках политики импортозамещения
- 4 Требования государства по полной замене иностранных СУБД в госкорпорациях и компаниях с государственным участием к 2026 г.
- 5 Государственные проекты, способствующие развитию рынка (нацпроект «Экономика данных» по созданию цифровых платформ во всех секторах экономики)
- 6 Рост зрелости российских продуктов и качества их поддержки

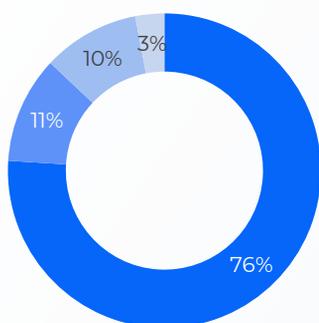
Рынок операционных систем для ПК и серверов

Прогноз развития рынка операционных систем для ПК и серверов, млрд руб.



Источник: Strategy Partners, Совкомбанк

Структура рынка российских операционных систем, %



- Astra Linux
- BaseALT
- РЕДОС
- Прочие

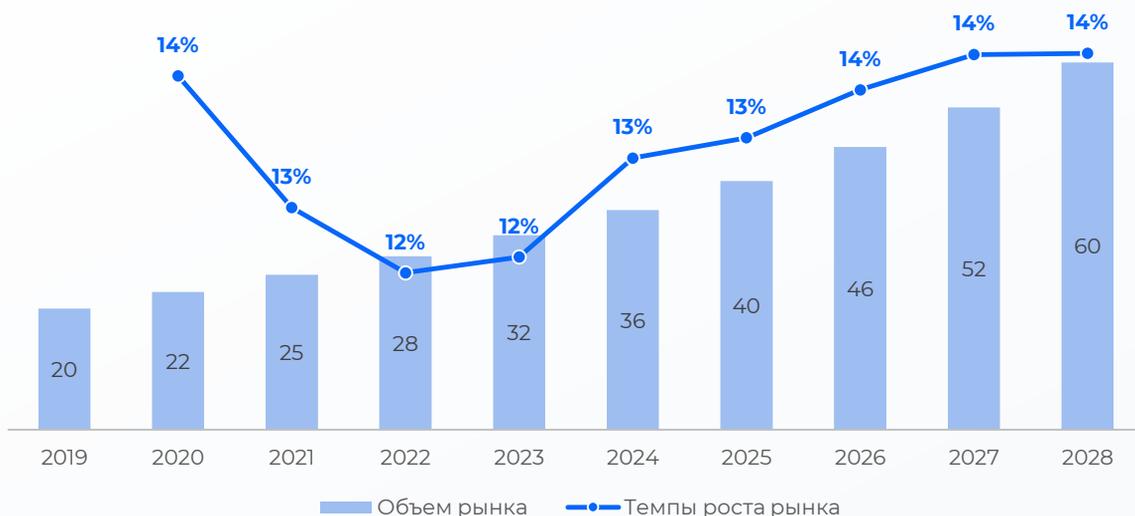
Источник: Strategy Partners, Совкомбанк

Драйверы роста

- 1 Запрет на закупку иностранного ПО для использования на объектах критической информационной инфраструктуры (КИИ) с 31 марта 2022 г.
- 2 Запрет на использование импортного ПО на объектах КИИ с 1 января 2025 г.
- 3 Рост спроса на российское ПО со стороны частного бизнеса
- 4 Борьба за лидерство среди российских разработчиков
- 5 Переход к платформенным решениям – формирование российских экосистем и совместимых друг с другом программных продуктов
- 6 Государство – основной заказчик / покупатель ПО

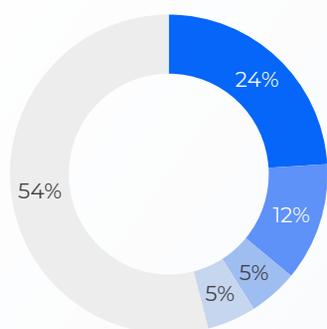
Рынок программного обеспечения для финсектора

Прогноз развития российского рынка ПО для финсектора, млрд руб.



Источник: Strategy Partners, Совкомбанк

Структура российского рынка ПО для финсектора в 2022 г., %



■ Диасофт
■ ЦФТ
■ R-Style
■ ЛАНИТ
■ Прочие

Источник: Strategy Partners, Совкомбанк

Драйверы роста

- 1 Цифровая трансформация в банковской отрасли
- 2 Уход западных вендоров и тренд на импортозамещение
- 3 Смена систем core banking у системно значимых и крупных клиентов
- 4 Укрупнение бизнеса финансовых организаций
- 5 Внедрение новых платежных систем
- 6 Тренд на кросс-индустриальность

Глоссарий

1. **B2B** (business-to-business) — торговые отношения между юридическими лицами; производство товаров и услуг для другого бизнеса.
2. **B2G** (business-to-government) – производство товаров и услуг для государственных ведомств и учреждений.
3. **Core banking** – автоматизированная банковская система; комплекс программного и технического обеспечения, направленный на автоматизацию банковской деятельности.
4. **EBITDAC** (EBITDA minus capitalized R&D) = EBITDA за вычетом капитализированных расходов на НИОКР.
5. **ERP** (enterprise resource planning, планирование ресурсов предприятия) – система для автоматизации бизнес-процессов компании.
6. **KPI** (key performance indicators) – ключевые показатели эффективности; числовые показатели деятельности, которые помогают измерить степень достижения целей.
7. **NGFW (Next-Generation Firewall)** – межсетевой экран следующего поколения; встроенная платформа сетевой безопасности, осуществляющая фильтрацию сетевых устройств.
8. **NIC** (net income minus capitalized R&D) = чистая прибыль за вычетом капитализированных расходов на НИОКР.
9. **R&D** (research and development) – НИОКР, научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы.
10. **TAM** (total addressable market) – общий объём целевого рынка, весь клиентский сегмент, у которого есть потребность в тех продуктах, которые предоставляет определенный бизнес.
11. **Вендор** – компания, выпускающая и поставляющая продукты, услуги под своей торговой маркой.
12. **КИИ** (критическая информационная инфраструктура) – совокупность информационных систем и телекоммуникационных сетей, критически важных для работы ключевых сфер жизнедеятельности государства и общества: здравоохранения, промышленности, связи, транспорта, энергетики, финансового сектора и городского хозяйства.
13. **ОС** (операционная система) – комплекс программ, предназначенных для управления ресурсами компьютера и организации взаимодействия с пользователем.
14. **Рекуррентная выручка** – вид выручки, получаемый от автоматических платежей или платежей по подписке.
15. **СУБД** (система управления базами данных) – комплекс программно-языковых средств, позволяющих создать базы данных и управлять данными.