

4 августа 2025

Positive Technologies

2к25: все по плану

Владимир Беспалов
vladimir.bespalov@euler.team

Софья Астрелина
Полина Панина

Результаты Positive Technologies за 2к25 укладываются в рамки наших ожиданий и подтверждают сохраняющийся фокус компании на достижении поставленных целей по росту и прибыльности в 2025 г. По итогам года менеджмент по-прежнему ожидает увеличения отгрузок на 37-58% г/г до 33-38 млрд руб. и положительную NIC (чистая прибыль без учета капитализации расходов). Мы учли результаты за 1п25 в нашей модели и снизили безрисковую ставку, вследствие чего наша прогнозная цена акции на горизонте 12 месяцев увеличилась на 11% до 2100 руб. (потенциал роста 53%). Полагаем, что реализация поставленных целей должна способствовать положительной переоценке акций компании. Подтверждаем рекомендацию Покупать.

В 2к25 выручка выросла на 42% г/г до 4,4 млрд руб. (на 2% выше наших ожиданий), а отгрузки – на 14% г/г до 3,6 млрд руб. Разница в темпах роста показателей связана с временным лагом в признании доходов: значительный прирост отгрузок в 1к25 более чем в 2 раза в годовом сопоставлении частично транслировался в рост выручки в 2к25.

По итогам 1п25 отгрузки увеличились на 49% г/г до 7,4 млрд руб. Это составляет примерно 19% прогнозируемых нами отгрузок за весь 2025 г. (37,9 млрд руб.), которые ближе к верхней границе прогноза менеджмента в 33-38 млрд руб. (+37-58% г/г). Такая динамика в целом соответствует исторической сезонности и, на наш взгляд, указывает на достижимость заявленных планов по росту.

Покупать

Текущая цена, руб./акц.	1 369
Прогнозная цена, 12 мес., руб./акц.	2 100
Потенциал роста	53%
Див. доходность, 12 мес.	6%
Общая доходность, 12 мес.	60%

Данные о торгах

Рын. кап., млрд руб.	98
Кол-во акций (ao), млн шт.	71
Free float	24%
ADTV (3 мес.), млн руб.	659

Ключевые показатели

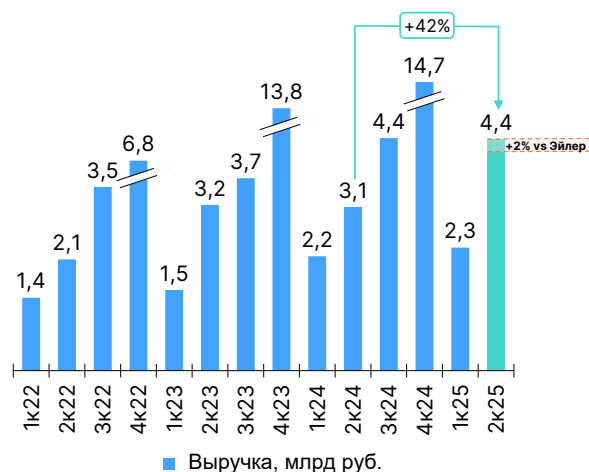
млрд руб.	2024	2025п	2026п
Выручка	24,5	35,2	50,0
Скорр. EBITDAC*	0,1	8,5	15,2
Скорр. NIC*	-1,3	5,5	12,7

* EBITDA и чистая прибыль без учета капитализации расходов

Мультипликаторы и доходность

Конец года	2024	2025п	2026п
EV/EBITDAC	н/з	13,2x	7,1x
P/NIC	н/з	17,9x	7,7x
Див. дох-ть	0%	6%	14%

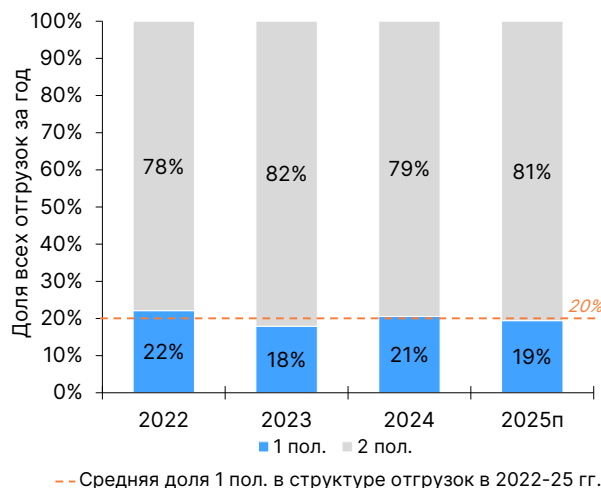
Рис. 1. Динамика выручки, 1к22-2к25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

Примерно половина отгрузок за 1п25 пришлась на продления ранее проданных лицензий, а еще почти треть – на продажи новым клиентам. Среди продуктов также заметен вклад NGFW (межсетевой экран нового поколения): по итогам 1п25 его продажи составили около 500 млн руб.

Рис. 2. Структура отгрузок по полугодиям, 2022-25 гг.



Источник: данные компании, оценки Эйлера

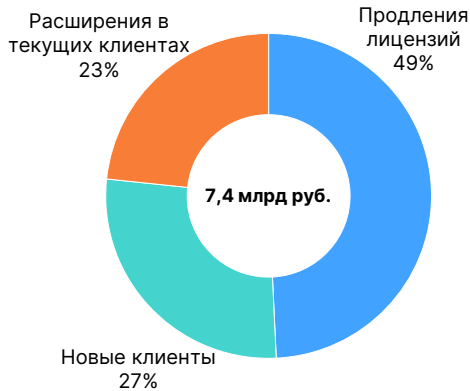
Все приведенные в данном обзоре цены установлены по состоянию на 1 августа 2025, если не указано иное.

Не для публикации, распространения или выпуска, полностью или частично, прямо или косвенно, за пределами Российской Федерации любому лицу в любой стране, в которой такие действия повлекут за собой нарушение соответствующего законодательства.

Информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Все утверждения носят исключительно информационный характер и не могут расцениваться в качестве предложения о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов, а также валюты. При необходимости обратитесь к услугам вашего финансового консультанта или брокера.

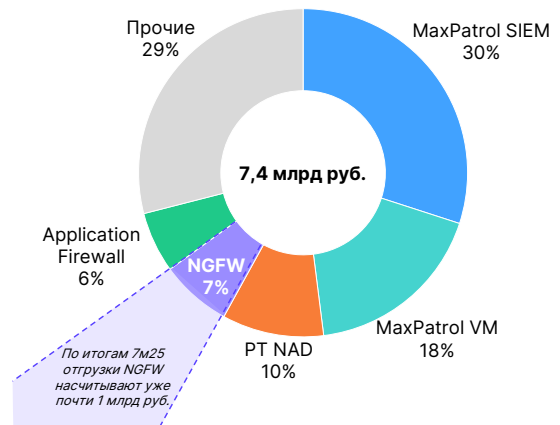
(7% всех отгрузок), а за 7м25 – уже около 1 млрд руб. По итогам всего 2025 г. менеджмент ожидает продажи NGFW в диапазоне 5–10 млрд руб.

Рис. 3. Структура отгрузок по типам продаж, 1п25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

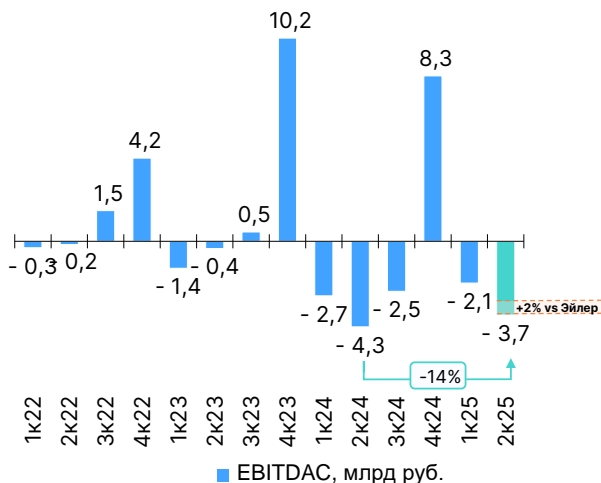
Рис. 4. Структура отгрузок по продуктам, 1п25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

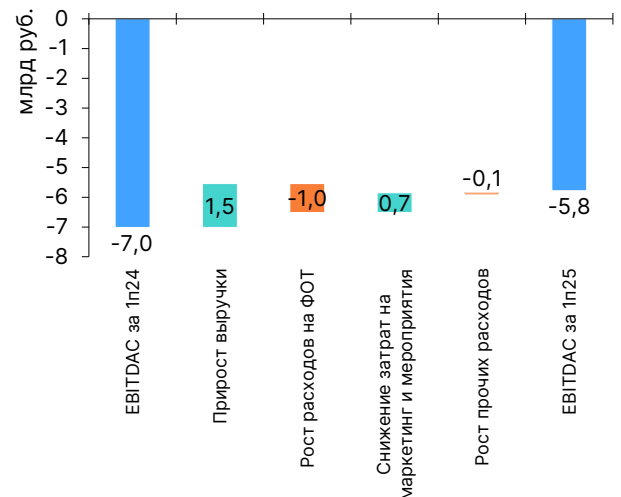
Убыток на уровне EBITDAC (EBITDA без учета капитализации расходов) за 2к25 сократился на 14% г/г до 3,7 млрд руб. (на 2% больше наших ожиданий), а за 1п25 – на 18% г/г до 5,8 млрд руб. Несмотря на то, что для первого полугодия характерны высокие затраты на маркетинг и отраслевые мероприятия, в 1п25 эти расходы сократились на 28% г/г. Это подтверждает фокус компании на оптимизации операционных расходов.

Рис. 5. Динамика EBITDAC, 1к22-2к25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

Рис. 6. Изменение EBITDAC, 1п24-1п25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

Убыток на уровне NIC (чистая прибыль без учета капитализации расходов) за 2к25 вырос на 11% г/г до 4,7 млрд руб. и оказался на 2% выше наших ожиданий, во многом из-за увеличения процентных платежей. В конце июня компания разместила облигации для замещения дорогих банковских кредитов, что должно позволить снизить процентные расходы в 2п25. По итогам всего 2025 г. менеджмент ожидает положительного результата на уровне NIC.

Таблица 1. Positive Technologies: результаты за 2к25 и 1п25

млн руб.	2к24	1к25	2к25	к/к	г/г	Прогноз Эйлера	Разница, %	1п24	1п25	г/г
Отгрузки (с НДС)	3 121	3 795	3 566	-6%	14%	3 620	-2%	4 949	7 361	49%
Выручка	3 107	2 344	4 413	88%	42%	4 344	2%	5 286	6 757	28%
ЕБИТДАС*	-4 285	-2 092	-3 691	76%	-14%	-3 616	2%	-7 013	-5 783	-18%
Рентабельность	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п
НИС*	-4 213	-2 980	-4 670	57%	11%	-4 584	2%	-7 055	-7 650	8%
Рентабельность	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п

* ЕБИТДА и чистая прибыль без учета капитализации расходов

Источник: данные компании, оценки Эйлера

Мы обновили нашу модель с учетом финансовых результатов за 1п25. Наши прогнозы отгрузок, выручки и скорректированной ЕБИТДАС в 2025–2029 гг. практически не изменились. При этом мы немного снизили оценки скорректированной НИС в 2025 г. ввиду более высоких процентных расходов в 1п25. Оценки скорректированной НИС в 2026–2029 гг. остались без изменений.

В результате мы ожидаем роста отгрузок в среднем на 36% в год в 2024-2029 гг., а скорректированная ЕБИТДАС, по нашим оценкам, увеличится до 35 млрд руб. в 2029 г. (рентабельность – 33%) против 87 млн руб. в 2024 г. Наши расчеты немного отличаются от данных компании за прошлые периоды из-за различий в подходах к корректировке на разницу между отгрузками и выручкой.

Таблица 2. Positive Technologies: изменение основных финансовых показателей в 2025-2029 гг.

	2025п	2026п	2027п	2028п	2029п
Новые прогнозы					
Отгрузки	37,9	53,9	73,2	94,9	112,4
Выручка	35,2	50,0	67,9	88,1	104,3
Скорр. ЕБИТДАС*	8,5	15,2	21,7	29,2	34,9
Рентабельность	24%	30%	32%	33%	33%
Скорр. НИС*	5,5	12,7	18,7	25,9	31,2
Рентабельность	16%	25%	28%	29%	30%
Прошлые прогнозы					
Отгрузки	37,9	53,9	73,2	94,9	112,4
Выручка	35,2	50,0	67,9	88,1	104,3
Скорр. ЕБИТДАС*	8,5	15,1	21,7	29,3	35,0
Рентабельность	24%	30%	32%	33%	34%
Скорр. НИС*	5,7	12,7	18,7	25,9	31,2
Рентабельность	16%	25%	28%	29%	30%
Изменение					
Отгрузки	0%	0%	0%	0%	0%
Выручка	0%	0%	0%	0%	0%
Скорр. ЕБИТДАС*	1%	0%	0%	0%	0%
Рентабельность	0 пп	0 пп	0 пп	0 пп	0 пп
Скорр. НИС*	-4%	0%	0%	0%	0%
Рентабельность	-1 пп	0 пп	0 пп	0 пп	0 пп

* ЕБИТДА и чистая прибыль без учета капитализации расходов. Рассчитанные нами показатели отличаются от расчетов компании: мы корректируем ЕБИТДА и чистую прибыль только на размер капитализированных расходов, в то время как компания также прибавляет разницу между отгрузками и выручкой за исключением разницы в классификации премий покупателям.

Источник: оценки Эйлера

В соответствии с обновленными прогнозами наших макроэкономистов при расчете ставки дисконтирования мы также понизили безрисковую ставку с 14,5% до 14%. В результате используемая нами ставка дисконтирования снизилась на 0,4 пп до 23,6%.

С учетом обновления модели и снижения ставки дисконтирования наша 12-месячная прогнозная цена акции увеличилась на 11% до 2100 руб. (потенциал роста 53%). Подтверждаем рекомендацию Покупать.

Таблица 3. Оценка по методу дисконтирования денежных потоков (ДДП)

млрд руб.	2025п	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п	2031п	2032п	2033п	2034п
Операционная прибыль	11,8	20,6	29,9	40,3	48,0	56,7	67,0	78,7	92,0	106,8
Налог на операционную прибыль	(0,7)	(1,3)	(1,8)	(2,5)	(2,9)	(3,5)	(4,1)	(4,8)	(5,6)	(6,5)
Амортизация	3,1	3,3	3,6	4,2	5,0	6,0	7,1	8,4	9,9	11,6
Капиталовложения	(6,4)	(8,8)	(11,9)	(15,4)	(18,2)	(21,5)	(25,3)	(29,8)	(34,8)	(40,6)
Изменение оборотного капитала	(1,5)	(2,0)	(3,1)	(3,4)	(4,4)	(5,1)	(6,0)	(6,9)	(7,9)	(9,0)
Свободный денежный поток	6,3	12,0	16,7	23,3	27,5	32,7	38,7	45,6	53,5	62,3
Период дисконтирования	0,4	1,4	2,4	3,4	4,4	5,4	6,4	7,4	8,4	9,4
Дисконт фактор	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
Дисконтированный денежный поток	2,4	8,9	10,0	11,3	10,8	10,4	10,0	9,5	9,0	8,5
Ставка дисконтирования	23,6%									
Дисконт. денежные потоки (2025-34п)	90,8									
Рост в постпрогнозный период	5%									
Стоимость в постпрогнозный период	48,2									
EV	139,0									
Неконтролирующая доля участия ¹	0,001									
Чистый долг ¹	28,5									
Справедливая стоимость собств. капитала	120,5									
Общее количество акций, млн	71									
Текущая рыночная капитализация	97,5 ²									
Справедливая стоимость, руб./акция	1 692									
Стоимость собственного капитала	26,0%									
Целевая цена на горизонте 12 мес., руб./акция	2 100									
Текущая цена акции, руб.	1 369 ²									
Потенциал роста, %	53%									

Примечания: 1) По состоянию на 1п25; 2) цена на 01.08.2025

Источник: данные компании, оценки Эйлера

Таблица 4. Positive Technologies: расчет ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования	Новая	Предыдущая	Изменение
Безрисковая ставка	14,0%	14,5%	-0,5 пп
Премия за акционерный риск	7%	7%	0
Beta	1	1	0
Риск ликвидности	1,0%	1,0%	0
Риск корпоративного управления	4,0%	4,0%	0
Стоимость собственного капитала	26,0%	26,5%	-0,5 пп
Стоимость долга после налогов	17,9%	17,9%	0
Доля акционерного капитала	70%	70%	0
Доля долгового финансирования	30%	30%	0
WACC	23,6%	23,9%	-0,4 пп

Источник: оценки Эйлера

Заявление об ограничении ответственности

Данный документ, подготовленный АО «Эйлер Аналитические Технологии», предоставляется вам исключительно в справочных целях. Ни настоящий документ, ни какая-либо его копия или фрагмент не подлежат вывозу, пересылке или распространению, прямо или косвенно, за пределами России. Распространение настоящего документа в других юрисдикциях может быть ограничено законом, и лицам, в чье распоряжение попадет настоящий документ, следует ознакомиться с любыми такими ограничениями и соблюдать их. Любое несоблюдение таких ограничений может представлять собой нарушение законодательства любой такой иной юрисдикции. Принимая настоящий документ, вы соглашаетесь соблюдать вышеуказанные ограничения.

Данный документ носит исключительно информационный характер и не может расцениваться в качестве предложения о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Информация, содержащаяся в данном документе, не может быть использована в качестве основания для возникновения какого-либо договора или обязательства. Факты и мнения, представленные в данном документе, базируются на информации, полученной АО «Эйлер Аналитические Технологии» из открытых источников, которые АО «Эйлер Аналитические Технологии» считает заслуживающими доверия. Несмотря на всю тщательность, с которой был подготовлен данный документ, ни один руководитель, работник, агент или советник АО «Эйлер Аналитические Технологии» не дает каких-либо гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в данном документе. Мы в прямой форме снимаем с себя ответственность и обязательства в связи с любой информацией, содержащейся в данном документе. Любая информация, содержащаяся в данном документе, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. АО «Эйлер Аналитические Технологии» не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению данного документа или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какие-либо из упомянутых в данном документе фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменятся или иным образом утратят актуальность. Помимо этого, следует иметь в виду, что результаты прошлых периодов не могут служить индикатором будущих результатов. Любое решение о приобретении каких-либо ценных бумаг должно приниматься исключительно на основании информации, предоставленной или раскрытой продавцами или эмитентом ценных бумаг.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в данном документе, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно соответствия информации и стратегий, обсуждаемых в данном документе, их деловым и инвестиционным целям.

Данный документ не является индивидуальной или иной инвестиционной рекомендацией в соответствии с федеральным законом № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 (или другими применимыми нормативными актами в их последней редакции) или вне связи с последним. Данный документ не является законодательно предусмотренной независимой оценкой, предусмотренной Федеральным законом № 208-ФЗ «об акционерных обществах» от 26.12.1995 или Федеральным законом № 135-ФЗ «об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998. Информация, содержащаяся в данном документе, не является рекламой ценных бумаг (в значении, данном этому термину в федеральном законе № 38-ФЗ «О рекламе» от 13.03.2006 или в других применимых нормативных актах в их последней редакции).

Инвестиции в Российскую Федерацию, российские рынки, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу, прежде чем принимать инвестиционное решение. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому возврат инвестированных средств не может быть гарантирован. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления.

Настоящий документ подготовлен самостоятельно и независимо от эмитентов, указанных в документе, их акционеров или каких-либо их консультантов. Любые прогнозы, заключения и ожидания, содержащиеся в настоящем документе, полностью принадлежат АО «Эйлер Аналитические Технологии», предоставлены в рамках его обычной деятельности и не должны рассматриваться как санкционированные или одобренные каким-либо иным лицом. АО «Эйлер Аналитические Технологии» не имеет каких-либо полномочий по предоставлению каких-либо заверений или гарантий от имени эмитентов, указанных в документе, их акционеров, кого-либо из их консультантов или какого-либо иного лица в связи с настоящим документом. Несмотря на то, что были предприняты все разумные меры для обеспечения достоверности приведенных в настоящем документе фактов, а также объективности и обоснованности содержащихся в нем прогнозов, заключений и ожиданий, АО «Эйлер Аналитические Технологии» или его аффилированные или связанные с ним лица не проводил(-и) независимую проверку содержания настоящего документа, и, соответственно, АО «Эйлер Аналитические Технологии», его аффилированные или связанные с ним лица, их работники не несет(-ут) ответственности за содержание настоящего документа. При принятии каких-либо решений не следует полагаться на достоверность, объективность или полноту информации, содержащейся в настоящем документе. Ни одно лицо не принимает на себя какой бы то ни было ответственности за любые убытки, независимо от причин их возникновения, вытекающие из использования настоящего документа или его содержания, или иным образом возникшие в связи с ним.

Настоящий документ может содержать отраслевые прогнозы и прогнозы по рыночным данным, которые обозначают возможный вариант развития событий на основе допущений, изложенных в настоящем документе. Они представляют собой не более чем один из возможных вариантов развития событий и являются не более чем независимым мнением АО «Эйлер Аналитические Технологии». Эти отраслевые и рыночные прогнозы действительны с учетом рисков, факторов неопределенности и допущений, а фактические результаты в будущем могут существенно от них отличаться.