

11 ноября 2025

Positive Technologies

Результаты за 3к25: цели подтверждены

Владимир Беспалов
vladimir.bespalov@euler.team

Софья Астрелина
Полина Панина

Результаты Positive Technologies за 3к25 оказались в целом в рамках наших ожиданий. Мы увидели существенное сокращение операционных убытков, что подтверждает фокус компании на достижении положительной рентабельности по итогам 2025 г. Менеджмент также подтвердил планы по отгрузкам в 2025 г.: рост на 37-58% г/г до 33-38 млрд руб., что предполагает существенное ускорение роста в сезонно сильном четвертом квартале. На наш взгляд, достижение поставленных целей должно способствовать положительной динамике акций. Сохраняем 12-месячную прогнозируемую цену акции на уровне 2100 руб. (потенциал роста 82%) и подтверждаем рекомендацию Покупать.

Отгрузки и выручка в рамках ожиданий. В 3к25 отгрузки выросли на 11% г/г до 4,6 млрд руб., а выручка снизилась на 6% г/г до 4,1 млрд руб. Разнонаправленная динамика показателей связана с временным лагом в признании доходов между управленческой отчетностью и МСФО, при этом более высокие темпы роста отгрузок по сравнению с выручкой могут указывать на ускорение роста выручки в будущих периодах.

Ожидаем ускорения роста в 4к25. Традиционно самым сильным для компании является четвертый квартал, на который приходится до 60-70% всех годовых отгрузок. Компания подтвердила, что по итогам 2025 г. отгрузки могут вырасти на 37-58% г/г до 33-38 млрд руб. Такие оценки предполагают ускорение роста отгрузок в 4к25 до 40-74% г/г. Мы полагаем, что отгрузки за 2025 г. могут быть ближе к верхней границе прогнозов менеджмента.

Покупать

Текущая цена, руб./акц.	1151
Прогнозная цена, 12 мес., руб./акц.	2100
Потенциал роста	82%
Див. доходность, 12 мес.	7%
Общая доходность, 12 мес.	90%

Данные о торгах

Рын. кап., млрд руб.	82
Кол-во акций (ao), млн шт.	71
Free float	24%
ADTV (3мес.), млн руб.	523

Ключевые показатели, млрд руб.

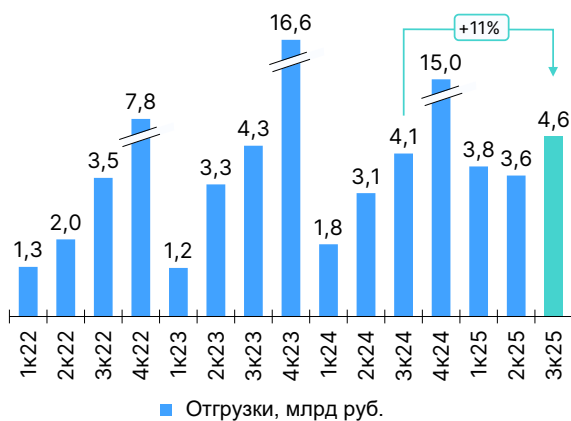
млрд руб.	2024	2025п	2026п
Отгрузки	24,1	37,9	53,9
Выручка	24,5	35,2	50,0
Скорр. EBITDAC*	0,1	8,5	15,2
Рентабельность	0,4%	24%	30%
Скорр. NIC*	-1,3	5,5	12,7

* EBITDA и чистая прибыль без учета капитализации расходов

Мультипликаторы и доходность

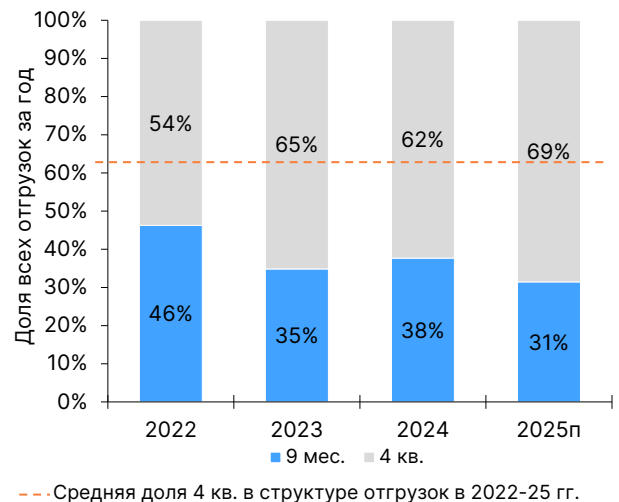
Конец года	2024	2025п	2026п
EV/EBITDAC	н/з	11,4х	6,1х
P/E	н/з	15,0х	6,5х
Див. дох-ть	0%	7%	17%

Рис. 1. Динамика отгрузок, 1к22-3к25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

Рис. 2. Сезонность отгрузок, 2022-2025п



Источник: данные компании, оценки Эйлера

Все приведенные в данном обзоре цены установлены по состоянию на 10 ноября 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.

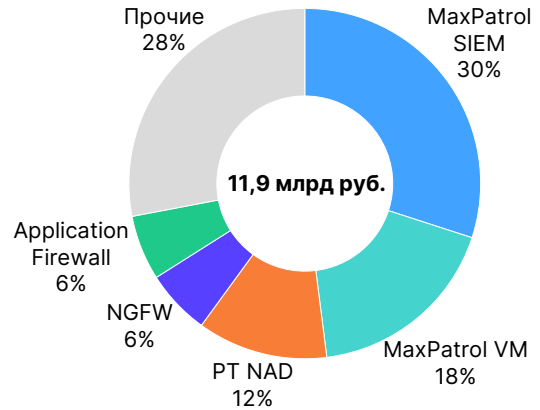
Около 40% отгрузок за 9м25 пришлось на продление ранее проданных лицензий, а еще примерно по трети – на увеличение продаж действующим клиентам и отгрузки новым заказчикам. Среди продуктов около половины отгрузок по-прежнему обеспечили флагманские решения MaxPatrol SIEM и MaxPatrol VM, а на NGFW (межсетевой экран нового поколения) пришлось 6% отгрузок за 9м25.

Рис. 3. Структура отгрузок по типам продаж, 9м25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

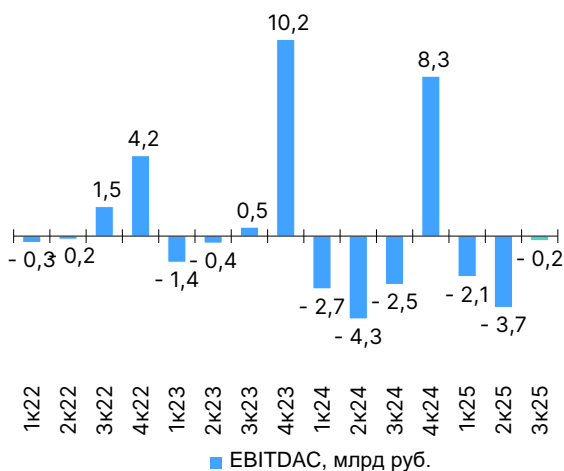
Рис. 4. Структура отгрузок по продуктам, 9м25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

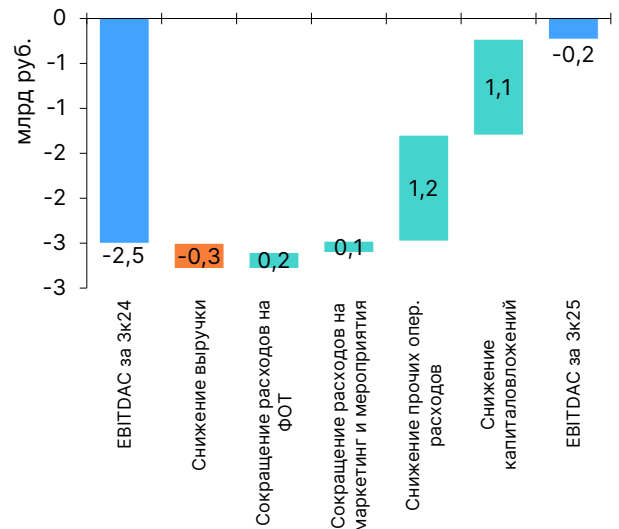
Сокращение операционного убытка. Убыток на уровне EBITDAC (EBITDA за вычетом капитализированных расходов) за 3к25 составил 231 млн руб. Показатель заметно улучшился по сравнению с убытком в 2,5 млрд руб. за 3к24, что отражает работу компании над оптимизацией операционных расходов. В частности, расходы на персонал снизились на 6% г/г, на маркетинг – на 27% г/г, а прочие административные – на 66% г/г. Вместе с тем сократились и капитализированные расходы (преимущественно ФОТ) – на 50% г/г.

Рис. 5. Динамика EBITDAC, 1к22-3к25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

Рис. 6. Изменение EBITDAC, 3к24-3к25



Источник: данные компании, оценки Эйлера

Убыток на уровне NIS (чистая прибыль, скорректированная на капитализированные расходы и соответствующую амортизацию) за 3к25 составил 1,1 млрд руб. против 3 млрд руб. в 3к24. При этом уже в сентябре, по данным компании, NIS стала положительной и составила 387 млн руб. По итогам всего 2025 г. компания по-прежнему планирует получить положительную NIS, а в 2026 г. достичь целевого показателя рентабельности по NIS в 30%.

Чистый долг по итогам 3к25 составил 21,7 млрд руб., а отношение чистого долга к LTM EBITDA – 2,6х. Менеджмент не ожидает увеличения этого показателя до конца 2025 г.

Таблица 1. Positive Technologies: результаты за 3к25 и 9м25

млн руб.	3к24	2к25	3к25	к/к	г/г	Прогноз Эйлера	Разница, %	9м24	9м25	г/г
Отгрузки (с НДС)	4 123	3 566	4 563	28%	11%	4 656	-2%	9 072	11 924	31%
Выручка	4 431	4 413	4 149	-6%	-6%	4 191	-1%	9 716	10 906	12%
ЕБИТДАС	-2 501	-3 691	-231	-94%	-91%	-209	10%	-9 514	-6 013	-37%
Рентабельность	н/п	н/п	-6%	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п
НИС	-3 015	-4 670	-1 149	н/п	н/п	-871	32%	-10 070	-8 799	-13%
Рентабельность	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п	н/п

Источник: данные компании, 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).

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.