

Positive Technologies: точка разворота

Мы повысили оценку справедливой стоимости акций Positive Technologies с 1 650 до 1 700 руб., что подразумевает потенциал роста на 31% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

Намеренно консервативные ожидания на 2025 г.

После слабых результатов за 2024 г. Positive Technologies объявили о фокусе на эффективность и формирование реалистичных ожиданий. В частности, прогноз по отгрузкам на 2025 г. в диапазоне 33–38 млрд руб. подразумевает рост на 37–58% г/г и включает в себя 5–10 млрд руб. отгрузок PT NGFW. Без учета NGFW прогноз подразумевает рост на 17% г/г, что, на наш взгляд, совпадает с прогнозируемой динамикой российского рынка кибербезопасности. Таким образом, базовый прогноз компании не учитывает запуск новых продуктов в 2025 г., помимо PT NGFW и значимого расширения международного присутствия, что, по нашему мнению, выглядит **максимально консервативно**. Напомним, что в 2025 г. в коммерческую стадию вступают продукты PT Dephaze (автопентест), PT Maze (защита мобильных приложений от реверс-инжиниринга), PT Data Security (единое решение для защиты данных), а также интеграция решений приобретенной в конце 2024 г. компании «Вирусблокада» в MaxPatrol EDR и выпуск самостоятельного решения класса защиты пользовательских устройств к концу года.

Результаты 1К25 сигнализируют о возможном начале разворота

В качестве одной из причин слабых результатов за 2024 г. Positive Technologies называли перенос части платежей с конца 2024 г. на начало 2025 г. Несмотря на то, что первый квартал традиционно является сезонно слабым для сектора корпоративного ПО, динамика отгрузок в 1К25 (+108% г/г) подтверждает тезис о переносе платежей и **повышает вероятность выполнения годового прогноза**.

При этом в целях консервативности мы снизили наш прогноз по EBITDA/EBITDAS и чистой прибыли/NIC с учетом результатов 1К25 из-за сохраняющихся высокими темпов роста расходов на персонал, хотя Positive Technologies планирует оптимизировать эту статью расходов. Не исключаем, что наши ожидания могут оказаться **слишком консервативными**.

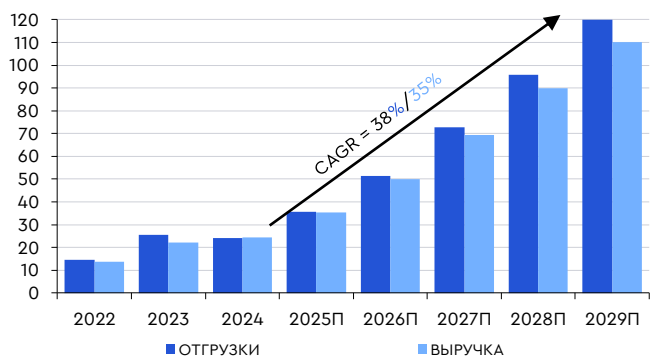
На наш взгляд, после неудачного 2024 г. ожидания рынка относительно перспектив роста Positive Technologies являются **заниженными**. Мы видим потенциал восстановления котировок в случае достижения заявленных целей, при этом отмечаем, что фундаментально акция выглядит **недооцененной** даже с учетом нашего исключительно консервативного прогноза.

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2025П	2026П	2027П	2025П	2026П	2027П	2025П	2026П	2027П
Выручка	35 478	50 010	69 473	35 478	50 010	69 473	0%	0%	0%
ЕБИТДА	11 611	17 126	24 759	8 893	13 860	20 980	-23%	-19%	-15%
Рентабельность по EBITDA	32,7%	34,2%	35,6%	25,1%	27,7%	30,2%	-7,7 п.п.	-6,5 п.п.	-5,4 п.п.
Чистая прибыль	7 178	11 131	16 844	4 623	7 916	13 117	-36%	-29%	-22%
Свободный денежный поток	1 030	5 580	12 721	-641	2 543	9 162	-54%	-28%	-28%
Дивиденд на акцию	0	37	82	0	10	49	-73%	-41%	-41%

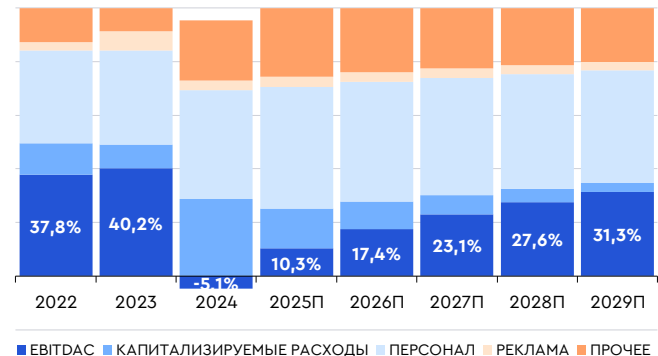
Источник: оценки Газпромбанка

Positive Technologies: динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Positive Technologies: структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка