

ПОЗИТИВ

Positive Technologies — лидер рынка результативной кибербезопасности. Компания является ведущим разработчиком продуктов, решений и сервисов, позволяющих выявлять и предотвращать кибератаки до того, как они причинят неприемлемый ущерб бизнесу и целым отраслям экономики. Лидер рынка в ключевых сегментах кибербезопасности.



Ключевые показатели за 1 полугодие 2026 года

Выручка выросла на 41% до 9,5 млрд руб.

Валовая прибыль увеличилась на 43% до 7,3 млрд руб.

EBITDA по МСФО составила 0,8 млрд руб. против убытка 2,5 млрд руб. годом ранее, улучшившись на 3,3 млрд руб. Таким образом, компания вышла на операционную прибыльность по EBITDA. EBITDAC по управленческой отчетности составила –1,8 млрд руб., улучшившись на 4 млрд руб.

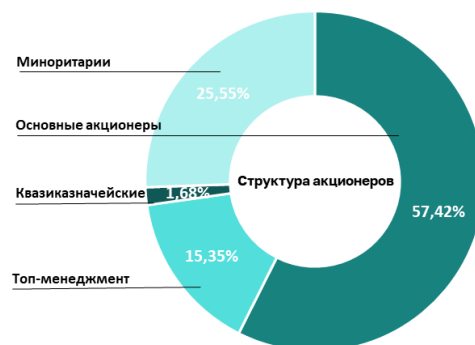
Чистый убыток по МСФО сократился на 72% — с 5 млрд до 1,4 млрд руб. По управленческой отчетности показатель NIS составил –2,8 млрд руб., улучшившись на 4,8 млрд руб.

Отгрузки выросли на 45% до 10,7 млрд руб., превысив первоначальный прогноз в 8,5 млрд руб.

Долговая нагрузка по показателю «Чистый долг / EBITDA LTM» снизилась почти втрое — с 2,33х до 0,8х.

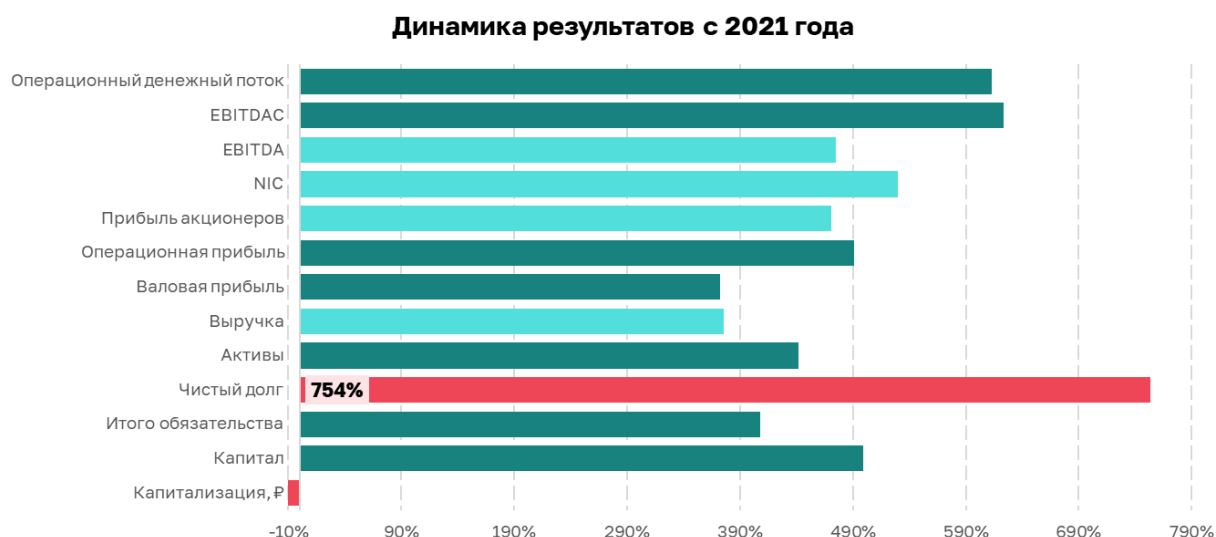
Чистые процентные расходы сократились в 1,3 раза благодаря оптимизации долгового портфеля и погашению части обязательств.

Долговой портфель полностью состоит из рыночных облигаций со сроками погашения в декабре 2026 года, июле 2027 года и апреле 2028 года.



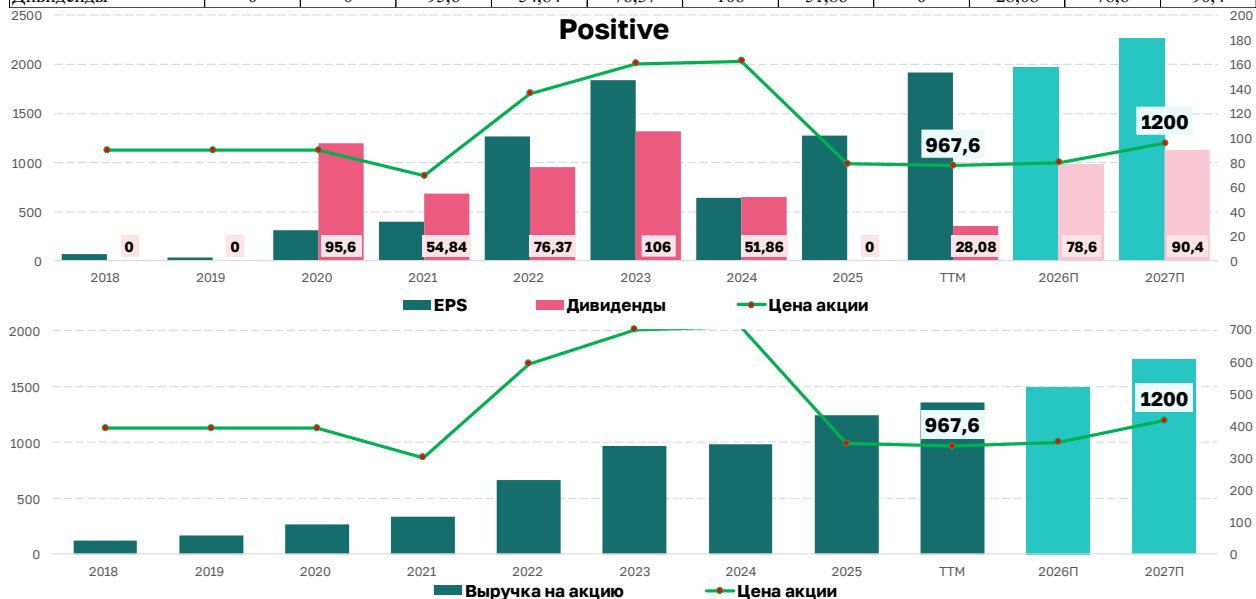
Рассмотрим динамику результатов за 5,5 лет

Выручка за 5,5 лет выросла на 376%, валовая прибыль выросла на 373%, EBITDA выросла на 475%, EBITDAC выросла на 623%, операционная прибыль выросла на 491%, прибыль акционеров выросла на 471%, NIS вырос на 530%, операционный денежный поток вырос на 613%, свободный денежный поток вырос многократно. Активы компании выросли на 442%, обязательства выросли на 408%, чистый долг вырос на 754% и составил 13,1 млрд руб., капитал вырос на 500%. За этот же период капитализация снизилась на 12%. Относительно исторической динамики результатов сложно дать справедливую оценку. Исходя из динамики результатов справедливая цена акции составляет около 2000 руб., но с учетом существенного роста долговой нагрузки, целевая цена находится намного ниже.



Если сравнить динамику стоимости акции с динамикой выручки и прибыли на акцию, а также прогнозируемые мною результаты, то увидим, что у капитализации есть фундаментальные причины восстановления котировок, хотя компания существенно замедлила темпы роста и увеличила долговую нагрузку. Исходя из прогнозируемых ожиданий, целевая цена на 2 года составляет около 1200 руб.

ПОЗИТИВ	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TTM	2026П	2027П
Всего акций	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	66 000 000	71 214 000	71 214 000	71 213 997	71 213 997	71 213 997
Цена акции	1125	1125	1125	863	1702,8	2007,8	2032,4	988,6	967,6	1000	1200
Выручка	2 577	3 451	5 530	7 076	13 775	22213	24457	30881	33666	37000	43290
Выручка на акцию	43	58	92	118	230	337	343	434	473	520	608
Прибыль акционеров	319	161	1 512	1 914	6088	9696	3664	7274	10926	11200	12880
EPS	5,3	2,7	25,2	31,9	101,5	146,9	51,45	102,1	153,4	157,3	180,9
Дивиденды	0	0	95,6	54,84	76,37	106	51,86	0	28,08	78,6	90,4

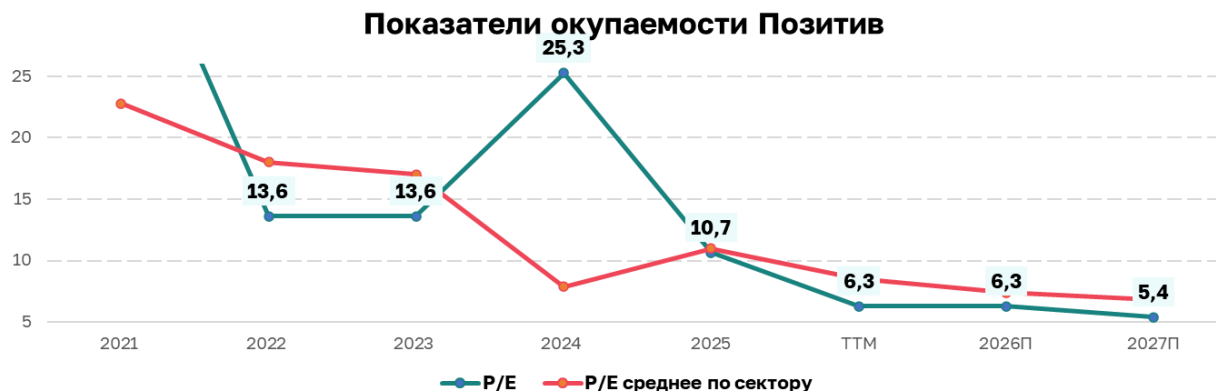


Стоимость и рентабельность

Отношение обязательств к активам 58,7%. Отношение капитализации к капиталу 3,3х. Отношение капитализации к выручке 2,1х. Показатель P/FCF 9х, EV/EBITDA 5,25х, что выглядит нейтрально. Рентабельность активов 19,5%, рентабельность капитала 44,9%, чистая рентабельность 32,45%, рентабельность по EBITDA 46,5%. По текущим мультипликаторам компания выглядит привлекательно.

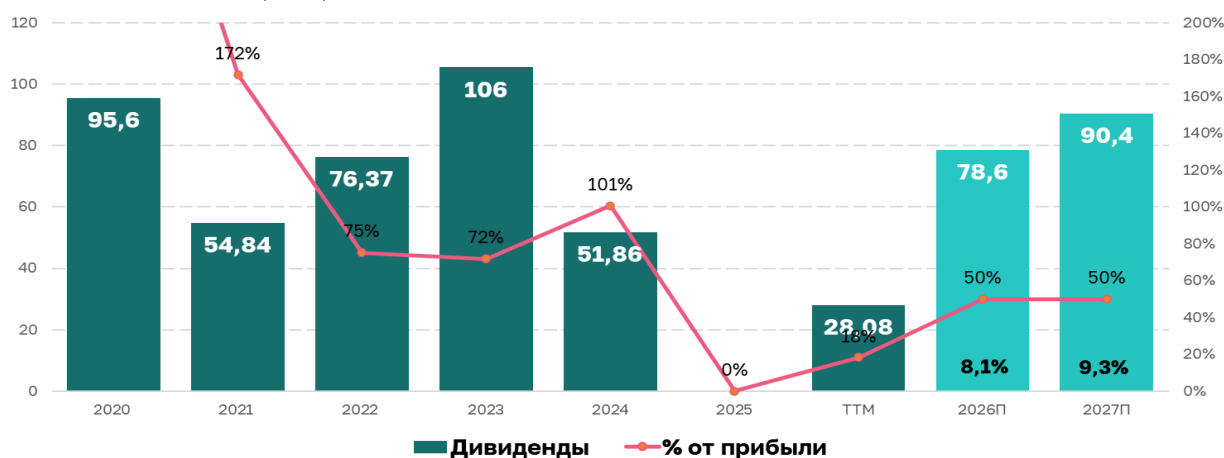
Показатели	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TTM
P/E	233,35	461,43	49,08	40,93	13,6	13,6	25,3	10,7	6,3
P/B	87,54	73,53	29,43	22,37	13,8	13,88	5,43	3,19	3,29
P/S	28,81	21,52	13,43	11,07	8,31	8,25	3,8	2,5	2,1
L/A	80,09%	80,09%	61,40%	62,62%	52,70%	53,46%	67,64%	60,11%	58,70%
Net Debt/EBITDA	1,67	1,54	0,43	0,57	0,10	0,37	2,97	1,66	0,84
EV/EBITDA	98,90	107,91	34,62	29,34	16,88	17,29	17,50	8,02	5,25
ROA	0,00%	3,45%	26,07%	24,06%	45,24%	42,24%	6,95%	12,79%	19,54%
ROE	12,61%	18,97%	149,83%	75,86%	173,81%	116,85%	21,48%	42,64%	44,89%
ROS	12,35%	4,66%	27,36%	27,05%	44,20%	43,65%	14,98%	23,55%	32,45%
Валовая рен-сть	85,05%	83,38%	85,00%	87,82%	90,55%	93,43%	90,24%	88,04%	87,26%
Рен-сть по EBITDA	29,63%	20,23%	39,27%	38,48%	49,54%	48,74%	26,41%	39,90%	46,48%
Опер. рен-сть	18,37%	9,02%	30,25%	29,41%	44,29%	44,22%	18,87%	30,22%	36,56%

Если посмотреть на динамику окупаемости всего IT сектора, а также сравнить ее с текущей и форвардной окупаемостью Позитива, то увидим, что компания наконец-то стала выглядеть немного дешевле сектора. Исходя из форвардных показателей окупаемости компаний сектора, у Позитива есть небольшой потенциал.



Дивиденды

Согласно дивидендной политике на выплату дивидендов будет направляться от 50% до 100% управленческой чистой прибыли (НИС). Порог выплаты по показателю чистый долг/EBITDA не более 2,5х (Сейчас 0,84х). Я ожидаю, что за 2026-2027 гг компания сможет заплатить около 78,6-90,4 руб., что составляет 8,1-9,3% годовых.



Долг компании

Net Debt/ EBITDA: 0,84х.

Основной объем — долгосрочные облигации. Тип ставки: около 51% с фиксированной ставкой и 49% — с плавающей, что выглядит позитивно в период снижения ставки ЦБ. Если ключевая ставка продолжит снижаться, это даст прямую экономию на процентах, снизит купонные ставки при новых размещениях.

