

Moscow Partners Equity Research

Акции: Positive Technologies – кибербезопасность от лица России

Positive Technologies – одна из ведущих российских компаний в сфере кибербезопасности. Компания разрабатывает перспективные решения в этой области, ее продукты являются востребованными, несмотря на санкции. Мы провели анализ финансовых показателей Positive Technologies, а также сравнили компанию с ведущими зарубежными аналогами. По нашему мнению, справедливая оценка капитализации компании на сегодняшний день близка к \$1,85 млрд.

Широкая диверсификация продуктовой линейки.

Positive Technologies предлагает клиентам 4 основных решения: 1) MaxPatrol 8 / MaxPatrol VM (анализ защищенности и управления уязвимостями); 2) MaxPatrol SIEM (анализ событий и выявления инцидентов кибербезопасности); 3) PT Network Attack Discovery (системы анализа сетевого трафика); 4) PT Application Firewall (рынок Web Application Firewalls).

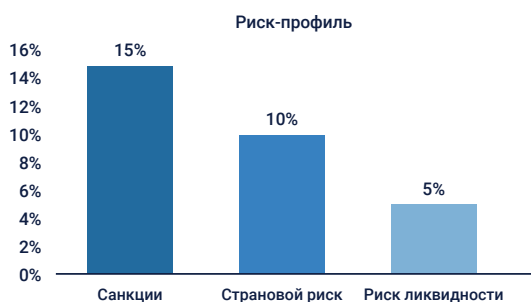
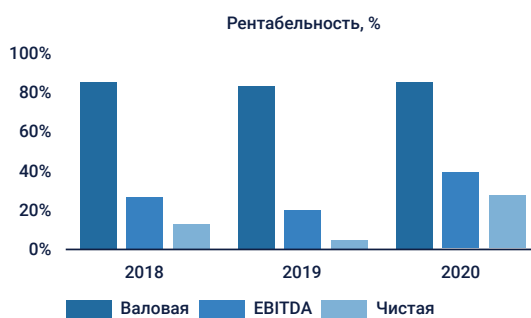
Высокий потенциал развития. Компания, по нашим оценкам, имеет хороший потенциал для органического роста, даже несмотря на риски, связанные с санкциями. Общая картина улучшается теми фактами, что компания ведет активную инновационную деятельность, активно занимается исследованиями и разработкой новых продуктов.

Существенный рост финансовых показателей. В последние годы Positive Technologies поступательно улучшала финансовые показатели. Так, в период 2017-2020 гг. выручка компании увеличилась в 2,6 раза, валовая прибыль – в 2,3 раза, EBITDA – в 4,1 раза, а чистая прибыль – в 6 раз. Свободный денежный поток при этом вышел из отрицательной зоны и в 2020 г. составил порядка 213 млн руб.

Мы оцениваем бизнес компании с учетом дисконтов в \$1,85 млрд. Для оценки мы использовали рыночные мультипликаторы – P/S, EV/EBITDA, P/E. Мы посчитали необходимым применить несколько дисконтов, которые учитывают риски санкций, ликвидности, а также страновой риск. В итоге мы получили, что по результатам сравнительного анализа бизнес Positive Technologies на сегодняшний день можно оценить в \$1,85 млрд.

Оценка по (вес):	Значение, \$ млн
P/S (20%)	2 495
EV/EBITDA (40%)	2 697
P/E (40%)	2 670
Взвешенная оценка, \$ млн	2 646
Дисконты, %	
Риск санкций	15%
Страновой риск	10%
Риск ликвидности	5%
Финальная оценка, \$ млн	1 852

руб. млрд	2018	2019	2020
Выручка	2,6	3,5	5,5
EBITDA скорр.	0,7	0,7	2,2
Чистая прибыль	0,3	0,2	1,5
Free cash flow	-0,1	0,4	0,2
Чистый долг/EBITDA	1,8	1,5	0,4



Moscow Partners Equity Research

Описание.

АО «Группа Позитив» (Positive Technologies) является компанией разработчиком комплексных решений на рынке обеспечения информационной безопасности. Компания была основана в 2002 году, и к сегодняшнему дню имеет более 1200 сотрудников, штаб-квартира расположена в Москве. Продукты и сервисы компании позволяют выявить, верифицировать и нейтрализовать реальные бизнес-риски, которые могут возникать в IT-инфраструктуре предприятий. Благодаря многолетнему исследовательскому опыту и экспертизе ведущих специалистов по кибербезопасности в компании удалось разработать уникальные технологии.

На сегодняшний день, различные продукты и услуги РТ могут выполнять следующие задачи:

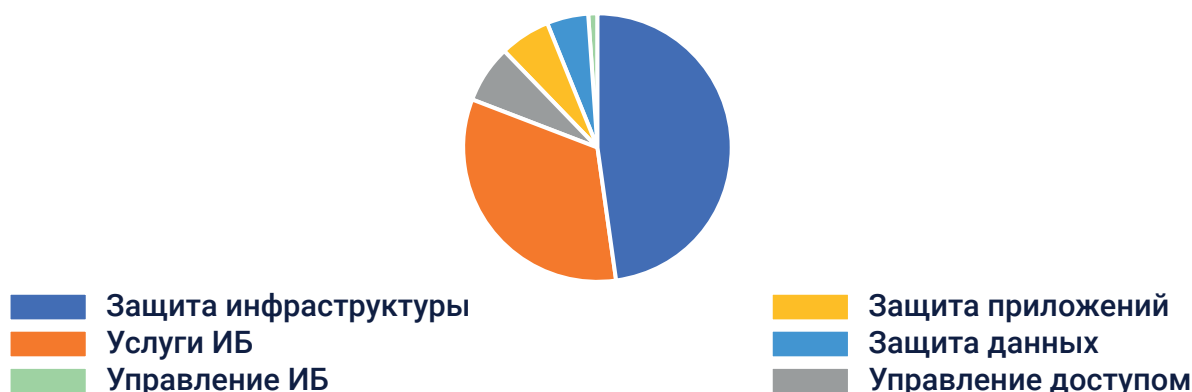
- анализ безопасности кода приложений и построение безопасной разработки
- блокирование атак (также и ранее неизвестные, т.е. атаки «нулевого дня»)
- мониторинг событий безопасности и предотвращение вторжений
- расследование инцидентов и оценку защитных мер
- анализ защищенности и оценку соответствия стандартам.

К концу 2020 календарного года компания имела суммарно 2154 клиента. В их числе 80% TOP компаний участников рейтинга «Эксперт-400».

Экспертность сотрудников компании высоко ценится на международном уровне, поскольку их работа была признана различными способами (а также была внесена в залы славы) такими компаниями как: Cisco, Google, Apple, Honeywell, Huawei, Microsoft, Oracle, SAP, Schneider Electric, Siemens и др.

Рынок

Рисунок 1 Доли основных сегментов на российском рынке ИБ в 2020г.



Moscow Partners Equity Research

Общий объем* российского рынка информационной безопасности по итогам 2020 года составляет 142,6 млрд рублей. При проведении исследования проводились расчеты на основе объемов продаж исходя из цен для конечных пользователей, вследствие чего возможно отличие с показателем суммарных доходов компаний-разработчиков или дистрибьюторов ПО на территории РФ.

*- здесь и далее: оценка произведена на основании данных аналитических отчетов Gartner worldwide cybersecurity spending, IDC Worldwide Security and Information Event Management Market Shares; исследование аналитического портала AntiMalware.ru [https://www.anti-malware.ru/analytics/Market_Analysis/Russian-InfoSec-Market]

Исходя из распределения долей основных сегментов можно сделать вывод, что на российском рынке информационной безопасности (далее также может быть использовано название «рынок кибербезопасности») наибольшее значение при его формировании играют сегменты-лидеры «Защита инфраструктуры» (Infrastructure Protection) с долей в 48,2%, а также «Услуги по безопасности» (Security Services) с долей 32,5%. Важно отметить, что популярность двух данных направлений неувидительна и соответствует мировым тенденциям.

Объем сегмента защиты инфраструктуры составляет 68,7 млрд рублей, и он в свою очередь делится на ряд субсегментов, самые значительные из которых стоит упомянуть: сетевая безопасность (50,5%), защита конечных точек (32%) и SIEM (10,5%).

Таблица 1 Объем рынка защиты инфраструктуры по сегментам в 2020г.

Сегмент рынка	Объем (млн руб.)	Доля (%)
Сетевая безопасность	34700	50,5
Защита конечных точек	22000	32,0
SIEM	7200	10,5
Безопасность промышленных сетей	1900	2,8
Threat Intelligence	700	1,0
Иное	2200	3,2
Всего	68700	100,0

Moscow Partners Equity Research

Объем сегмента услуг по информационной безопасности оценивается суммарно в 46,5 млрд рублей. Наибольшее значение в данном направлении показали категории по внедрению, аутсорсингу и консалтинговым услугам суммарно охватывающие 92,6% данного сегмента.

Таблица 2 Основные категории услуг по безопасности на российском рынке ИБ в 2020г.

Сегмент рынка	Объем (млн руб.)	Доля (%)
Внедрение	25000	53,8
Аутсорсинг	11000	23,7
Консалтинг	7000	15,1
Оценка защищенности	800	1,7
Расследование инцидентов	500	1,1
Иное	2200	4,7
Всего	46500	100

Международный рынок кибербезопасности в среднем показывает темпы роста в 10% (г/г). Основным движущим фактором данного показателя является увеличение доли расходов со стороны компаний-клиентов. Средним значением за последние 5 лет являлся показатель в 1% от общих расходов на ИТ, в свою очередь вследствие возросшего количества атак за 2019–2020 гг. современный показатель показал рост, и теперь можно увидеть цифры в 3-5% от суммарных расходов на ИТ со стороны компаний-клиентов.

Ситуация на российском рынке отличается от общемировой картины, поскольку общая картина рынка показывает его низкую насыщенность и незрелость. По развитию большого количества сегментов российский рынок кибербезопасности отстает от западного. Однако, данный фактор в большой доле вероятности должен поспособствовать достижению высоких темпов роста рынка, больших общемирового.

Одним из важнейших является геополитический фактор. Он включает в себя два пункта:

- необходимость выполнения нормативных требований регуляторов, в первую очередь по цифровизации и защите критической информационной структуры.

Moscow Partners Equity Research

Данный пункт способен создать дополнительный рост спроса на рынке ИБ.

- необходимость выполнения требований регуляторов по импортозамещению, что должно произвести перераспределение клиентов иностранных компаний, работающих на территории РФ, а также ограничить доступ иностранных конкурентов.

Также стоит упомянуть тенденцию к увеличению расходов со стороны российских компаний на ИБ. Согласно последним анализам от компаний-вендоров, расходы российских компаний в данном направлении возросли минимум вдвое.

Таким образом, в совокупности с учетом роста компаний, создающих объем рынка ИБ путем создания спроса, а также с учетом вышеперечисленных факторов потенциал для объема российского рынка можно определить как хороший, со средним темпом роста на 16–20% в год*.

Разделение компании по сегментам наиболее разумно проводить исходя из продуктовой линейки.

MaxPatrol 8 / MaxPatrol VM

В сегменте анализа защищенности и управления уязвимостями компания представлена продуктом MaxPatrol 8. Комплексная система для крупных организаций была выпущена в 2008 году, стремительно стала завоевывать рынок и сейчас с текущей долей в 60–70% продолжает активно покупаться.

Хотя на данный момент доля клиентов, пользующихся MaxPatrol 8 остается высокой, решение морально устаревает. Чтобы крепче обосноваться в сегменте, Positive Technologies выпустила в 2020 году новый, соответствующий тенденциям информационной безопасности, продукт – MaxPatrol VM. Он позиционируется как система нового поколения для создания процесса управления уязвимостями. Доля данного продукта в общей структуре лицензионной выручки компании составляет 39%. Вероятность того, что со временем подавляющее большинство клиентов перейдет со старого решения на новое, довольно высока. По статистике, количество продуктов Positive Technologies на одного клиента постоянно растет, значит у компании все-таки есть возможность увеличить долю в данном сегменте рынка.

MaxPatrol SIEM

MaxPatrol SIEM представляет компанию в сегменте анализа событий и выявления инцидентов кибербезопасности. Доля на российском рынке составляет 30-40%.

Moscow Partners Equity Research

MaxPatrol SIEM заметно разнообразил линейку продуктов Positive Technologies. За 5 лет доля лицензионной выручки выросла в 4 раза, что помогло компании сильно диверсифицироваться и выйти на рынок объемом 7,2 млрд рублей. Сейчас продукт имеет долю 33% от общей выручки и по итогам года может занять лидирующие позиции в линейке. В 2021 глобальная аналитическая компания IDC включила продукт SIEM от Positive Technologies в список TOP20 мирового рынка SIEM, а также в TOP3 по темпам роста в мире.

PT Network Attack Discovery

Данное решение представляет компанию в сегменте систем анализа сетевого трафика (NTA/ NDR), который сейчас оценивается в РФ в 1 млрд рублей. На российском рынке решения класса NTA появились недавно. Positive Technologies была первой компанией, которая представила подобный продукт в России, опередив запросы отечественного бизнеса.

Выход PT Network Attack Discovery дал начало развитию данного сегмента рынка.

PT Application Firewall

Данное решение компании работает на рынке межсетевых экранов уровня веб-приложений (Web Application Firewalls), а доля Positive Technologies на рынке составляет 35-40%, суммарный объем которого оценивается в 1,5 млрд рублей. Данный продукт выступает в секторе рынка безопасности приложений.

Доля данного продукта в общей структуре лицензионной выручки компании составляет 8%.

Иные решения

Positive Technologies имеет довольно диверсифицированный портфель решений. Помимо вышеперечисленных есть еще продукты из сегментов: AST (Application Security Testing), инструменты Sandbox, ICS Security. Последние принадлежат к промышленной безопасности, в становлении и развитии которой Positive Technologies активно участвовала.

Moscow Partners Equity Research

Название продукта	Рынок	Размер рынка
PT Industrial Security Incident Manager (ISIM)	Системы анализа технологического трафика промышленных предприятий	1,9 млрд руб.
PT Application Inspector	Инструменты для глубокого анализа исходного кода приложений	0,5 млрд руб.
PT Sandbox	Системы для глубокого анализа поведения объектов	1,5 млрд руб.
PT Multiscanner	Системы защиты от вирусных угроз	1,5 млрд руб.

Продукты следующего поколения

К данной категории можно отнести два продукта: планируемый к выходу на рынок в 2022 году EDR продукт, а также продукт нового класса MaxPatrol O2, создающий новую категорию «метапродуктов».

EDR (Endpoint detection and response) это продукт для поиска угроз и централизованного сбора телеметрии с рабочих станций и серверов. Целевым сегментом EDR для рынка защиты инфраструктуры является сегмент защиты конечных точек с суммарным объемом в 22 млрд рублей.

MaxPatrol O2 и метапродукты планируются к применению для создания полностью автоматической защиты. Они реализуют концепцию результативной кибер безопасности при которой недопустимые для бизнеса, отрасли или даже страны кибер-риски становятся невозможными. Основной особенностью данной группы является анализ угроз и рисков с помощью множества различных продуктов сканеров/сенсоров с последующими действиями в виде остановки атаки и параллельной поддержки стабильного уровня защищенности и, как результат, получение автоматизированной системы защиты.

С точки зрения рассмотрения продуктов как потенциальных драйверов роста компании, метапродукты вызывают наибольший интерес в силу наличия наибольших перспектив при долгосрочном рассмотрении, тем более в сочетании с уникальным фактором создания нового уровня развития рынка ИБ. Отдельной особенностью, по заявлениям руководства компании, является потенциал создания не только экосистемы (таковая уже в целом имеется), но и возможной площадки по интеграции продуктов других компаний, которые предо-

Moscow Partners Equity Research

ставляли бы продукты клиентам по тем направлениям, которые не покрываются решениями от Positive Technologies. Ключевым моментом также может стать тот фактор, что при наличии первенства на новом рынке высока вероятность стать стандартным решением, «де-факто» по данному направлению.

Общий потенциал развития

Заключая, можно точно определить, что компания, даже при наличии современных продуктов, ресурсов и технологий имеет хороший потенциал для органического роста, при условии роста российского рынка и сохранении прочих внешних данных. Общая картина улучшается теми фактами, что компания ведет активную инновационную деятельность, активно занимается исследованиями и разработкой новых продуктов. В данном контексте, стоит упомянуть PT Expert Security Center – команда, которая предоставляет услуги по обнаружению, реагированию и расследованию сложных инцидентов, а также по мониторингу защищенности корпоративных систем, одна из трех наиболее успешных на российском рынке. А также команду PT SWARM, которая занимается исследованием защищенности технологий и сообщают производителям в случае найденных уязвимостей. Совместно они выявляют более 200 различных типов уязвимостей в год.

И, конечно, огромный потенциал развития новых метапродуктов с шансом создания совершенно новых условий на рынке ИБ, диктуемых платформами и трендами, создаваемыми решениями от Positive Technologies.

Финансовые показатели

В последние годы Positive Technologies поступательно улучшала финансовые показатели. Так, в период 2017-2020 гг. выручка компании увеличилась в 2,6 раза, валовая прибыль – в 2,3 раза, EBITDA – в 4,1 раза, а чистая прибыль – в 6 раз. Свободный денежный поток при этом вышел из отрицательной зоны и в 2020 г. составил порядка 213 млн руб. благодаря тому, что по ряду продуктов компании была завершена инвестиционная фаза и продукты вышли на стадию окупаемости и масштабирования продаж.

Благодаря **жесткому контролю над затратами, а также эффекту операционного рычага и масштабированию продаж**, компании также удалось значительно улучшить показатели рентабельности. Так, если в 2018 г. маржа EBITDA составила 24%, то в 2020 г. показатель вырос до 35%. Чистая рентабельность за аналогичный период увеличилась с 10% до 24%.

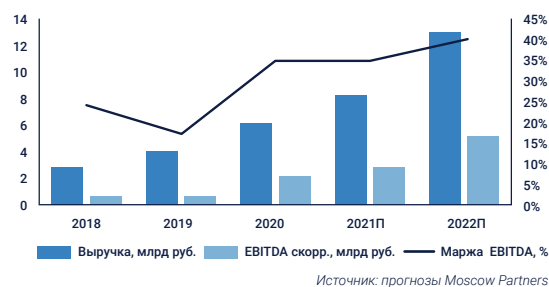
Moscow Partners Equity Research

Осн. показатели, млрд руб.	2018	2019	2020	2021П	2022П
Выручка	2,89	4,09	6,22	8,32	13,05
%	19%	41%	52%	34%	57%
Валовая прибыль	2,19	2,88	4,70	6,53	10,22
%	9%	31%	63%	39%	57%
ЕВITDA скорр.	0,69	0,70	2,17	2,91	5,21
%	30%	1%	209%	34%	79%
Чистая прибыль	0,32	0,16	1,51	1,72	3,09
%	26%	-49%	840%	14%	80%
Свободный денежный поток	-0,11	0,40	0,21	0,85	2,02
Рентабельность, %					
Валовая	76%	70%	76%	78%	78%
ЕВITDA	24%	17%	35%	35%	40%
Чистая	11%	4%	24%	21%	24%

Источник: прогнозы Moscow Partners

По нашим прогнозам, в дальнейшем компания также продолжит увеличивать основные показатели благодаря росту востребованности и, соответственно, продаж своих продуктов. Как ожидается, в 2021 г. выручка компании увеличится более чем на 30% год к году и достигнет 7,5-8,0 млрд руб. Скорректированная ЕВITDA может составить 2,7-2,9 млрд руб. (+34% год к году), а чистая прибыль – 1,4-1,7 млрд руб. (+14% год к году).

Positive Technologies: существенное улучшение financials в 2018-2022П



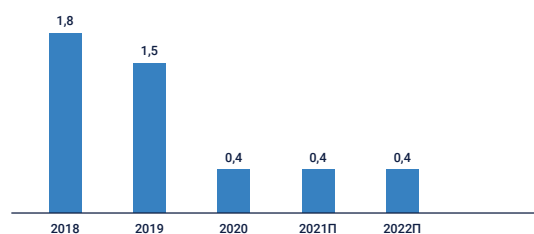
Источник: прогнозы Moscow Partners

Moscow Partners Equity Research

Долговая нагрузка

В настоящее время Positive Technologies имеет комфортную долговую нагрузку. Так, соотношение чистого долга к EBITDA компании снизилось с 1,5х в 2019 г. до 0,4х на конец 2020 г. Как ожидается, в ближайшие несколько лет этот коэффициент будет сохраняться примерно на этом уровне.

Чистый долг/EBITDA Positive Technologies в 2017-2022П



Источник: прогнозы Moscow Partners

Оценка

Для оценки бизнеса Positive Technologies мы применили сравнительный анализ по форвардным показателям на 2022 г. В качестве прогноза мы использовали консенсус Bloomberg.

В список аналогов мы включили ведущие мировые компании из сферы кибербезопасности.

	P/S	EV/EBITDA	P/E
RAPID 7	11,6	-	-
CYBERARK	13,8	-	-
FORTINET INC	14,0	47,9	70,8
CHECK POINT SOFT	6,9	10,7	16,4
ZSCALER	38,8	-	-
PALO ALTO NETWOR	9,5	41,5	66,2
TENABLE HOLDINGS	9,0	76,2	139,9
QUALYS INC	11,6	25,8	40,4
MIMECAST LTD	9,4	32,8	59,0
MCAFFEE CORP - A	5,4	13,7	18,7
Average	13,0	35,5	58,8

Источник: Bloomberg

Мы оценили компанию по трем основным рыночным мультипликаторам – P/S, EV/EBITDA, P/E. Мы посчитали необходимым применить несколько дисконтов, которые учитывают риски санкций, ликвидности, а также страновой риск. В итоге мы получили, что по результатам сравнительного анализа бизнес Positive Technologies на сегодняшний день можно оценить в \$1,85 млрд.

Оценка по:	Значение, \$ млн	Вес, %
P/S	2 495	20%
EV/EBITDA	2 697	40%
P/E	2 670	40%
Взвешенная оценка, \$ млн	2 646	
Дисконты, %		
Риск санкций	15%	
Страновой риск	10%	
Риск ликвидности	5%	
Финальная оценка, \$ млн	1 852	

Источник: прогнозы Moscow Partners

Moscow Partners Equity Research

Риски

1) Риск нехватки квалифицированных специалистов. Данный риск может сказаться на работе компании по двум причинам. Основной является общая нехватка специалистов IT-отрасли, и тем более экспертов в области информационной безопасности. С учетом потенциального роста компании крайне сильно может сказаться нехватка специалистов, что в первую очередь может вызвать повышение затрат на оплату труда с целью удержания и/или переманивания специалистов от других представителей отрасли. Вторым, не менее важным фактором является «утечка» кадров в иностранные компании. Поскольку множество компаний из США ведут активную политику найма специалистов из Российских компаний. Последнее усугубляется той деталью, что на компанию Positive Technologies наложены санкции США.

2) Геополитический фактор. Риски могут проявиться в двух вариациях: репутационно и фактически. В первую очередь может повлиять нежелание лиц инвесторов физических лиц покупать акции группы компаний в которой состоит даже одна, носящая статус «санкционной». Во вторую очередь все же, санкции могут повлиять на политику принятия решений со стороны иностранных и внутренних клиентов. Правда стоит отметить, что это незначительно сказалось на выручке компании, в размере 2-3%.

Инвестиционное заключение

На наш взгляд, сегодня Positive Technologies представляет собой весьма интересную инвестиционную историю. Тема кибербезопасности на сегодняшний день представляется нам весьма актуальной. Более того, мы полагаем, что в ближайшие годы спрос на продукты и решения в этой области будет расти. Очевидно, Positive Technologies может стать одним из бенефициаров этой ситуации.

Безусловно, риски есть, и они достаточно высоки. Тот же риск санкций является серьезным фактором, ограничивающим интерес иностранных инвесторов к компании. Тем не менее, при высоких рисках высокой может быть также и премия, и это, по нашему мнению, отражено в оценке по мультипликаторам. **Если предположить, что санкции в какой-то момент будут сняты**, отмена соответствующего дисконта делает оценку Positive Technologies близкой к \$2,2-2,3 млрд. Это, по нашему мнению, является близким значением к справедливой стоимости компании.