

# ГРУППА АСТРА

## НАЧАЛО АНАЛИЗА

### ОТЛИЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ РОСТА ЕЩЕ НЕ ОТРАЖЕНЫ В ЦЕНЕ

Мы начинаем анализ Группы Астра, присвоив акциям рейтинг «Покупать» и целевую цену на конец 2025 г. в 610 руб. за штуку, что предполагает, хотя бумага с момента размещения в прошлом году показала динамику лучше рынка, рост на 42%. Выступая лидером рынка инфраструктурного ПО среди российских разработчиков, группа выигрывает от цифровой трансформации экономики и перехода корпоративных и государственных заказчиков на отечественные решения. Инвестиции в акции Группы Астра — возможность сделать ставку на этот тренд через одну из самых быстрорастущих публичных компаний в секторе и на российском рынке в целом.

**Катализаторы:** переход на отечественное ПО; цифровизация; господдержка отрасли.

**Риски:** краткосрочное давление на рентабельность; повышение зарплатных плат в отрасли.

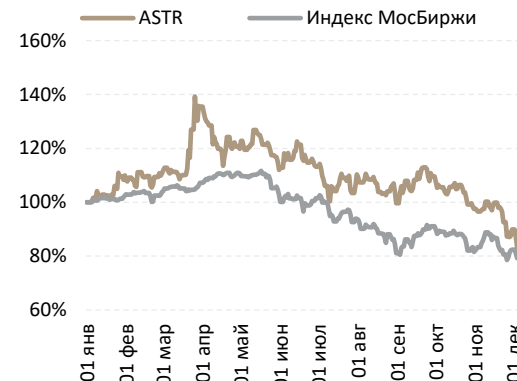
**Большой потенциал роста рынка.** Мы ожидаем, что российский ИТ-рынок к 2030 г. более чем удвоится относительно 2023 г. и достигнет 7 трлн руб., что предполагает рост отношения его объема к ВВП с 1,8% до 2,5%. Основными драйверами выступают импортозамещение, господдержка, повышение спроса со стороны корпоративных клиентов, необходимость реагировать на растущие угрозы в сфере информационной безопасности. Спрос на автоматизацию станут стимулировать развитие технологических решений и увеличение расходов на линейный персонал в ряде отраслей из-за дефицита рабочей силы и повышения зарплат. При этом мы ожидаем, что сегмент инфраструктурного ПО опередит в росте рынок в целом и к 2030 г. увеличится в объеме до 248 млрд руб. (CAGR 2023–2030 в 25%).

**Лидирующее положение на рынке ОС — основа для роста бизнеса.** Группа Астра, чья доля в 2023 г. в денежном выражении составила 76%, выступает явным лидером российского рынка операционных систем в сегменте местных решений. Продажи ОС обеспечили ей 49% выручки по итогам 9М24. Кроме того, Группа Астра предлагает ряд экосистемных решений, закрывающих основные потребности заказчиков инфраструктурного ПО, включая, кроме прочего, СУБД, средства виртуализации, ПО для инфраструктуры виртуальных рабочих мест. Компания также предлагает услуги, связанные с использованием ее решений (внедрение, консалтинг, обучение).

**Мы ожидаем в 2025–2027 гг. среднегодового роста выручки на 50%.** Группа Астра уже продемонстрировала хорошие темпы повышения выручки и высокую рентабельность: по итогам 2023 г. выручка увеличилась на 84%, рентабельность по EBITDA составила 43,8%. Полагаем, в среднесрочной перспективе компания продолжит расти быстрее рынка, и прогнозируем повышение выручки на 65% в 2024 г. и среднегодовой темп роста (CAGR) в 50% на горизонте 2025–2027 гг., а также среднюю рентабельность по EBITDA в этот период на уровне 47,2%. Мы также отмечаем устойчивое финансовое положение эмитента.

**Оценка стоимости.** В модели DCF мы применяем безрисковую ставку в 16%, требуемую стоимость акционерного капитала (COE) в 24,4% и WACC в 22,5%. В результате справедливую стоимость акционерного капитала Группы Астра на конец 2025 г. оцениваем в 121 млрд руб. или 610 руб. в расчете на акцию. Это предполагает потенциал роста в 42% с текущих уровней, что вкуче с ожидаемой за период дивидендной доходностью дает полную доходность на уровне 45% и соответствует рейтингу «Покупать».

### ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

### РАСЧЕТ РЕЙТИНГА

Тикер	ASTRA RX
ISIN	RU000A106T36
Целевая цена, руб/акцию	610
Последняя цена*, руб/акцию	430
Рыночная капитализация, млрд руб.	86
Горизонт оценки	25.12.2025
Потенциал роста	42%
Дивидендная доходность	3%
Совокупная доходность	45%
COE	24,4%
Требуемая для рейтинга «Покупать» доходность**	31,2%
Рейтинг	●●●●○
Степень риска	●●●●○

\* На 11.12.2024.

\*\* COE с корректировкой на число дней до конца 2025 г. + 5%.

### КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млрд руб.	2024П	2025П	2026П	2027П
P/E	15,8	8,8	5,3	3,9
EV/EBITDA	12,9	7,4	4,5	3,3
Доходность FCF	3%	6%	12%	17%
Выручка	15,8	27,2	39,8	53,7
EBITDA	6,8	11,9	19,3	26,5
Рентабельность по EBITDA	43,0%	43,8%	48,5%	49,3%
Чистая прибыль	5,7	10,3	17,0	23,1
Рентабельность по чистой прибыли	36,3%	37,8%	42,7%	43,1%
Капитальные затраты	(2,3)	(3,8)	(5,6)	(7,5)
FCF	2,9	5,5	10,7	15,3
Чистый долг / EBITDA	отриц.	отриц.	отриц.	отриц.
Дивиденды, руб/акцию	7,5	13,6	24,5	40,5

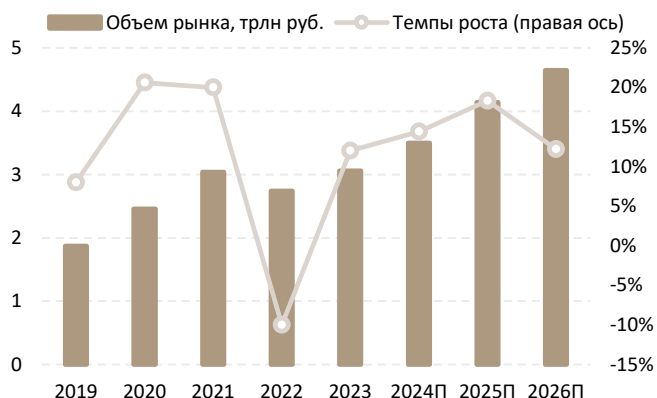
Источник: ИБ Синара

**Константин Белов**  
Старший аналитик

**Александр Гайда**  
Аналитик

## КЛЮЧЕВЫЕ ДИАГРАММЫ

### ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО ИТ-РЫНКА



Источники: Strategy Partners, ИБ Синара

### РОСТ ВЫРУЧКИ В ЗК24 (Г/Г)



\* По показателю оборота.

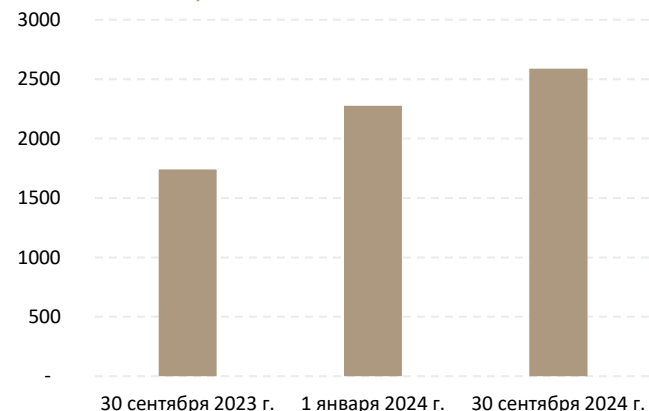
Источники: данные компаний, ИБ Синара

### СТРУКТУРА ФОНДА ОПЛАТЫ ТРУДА ЗА 9М24



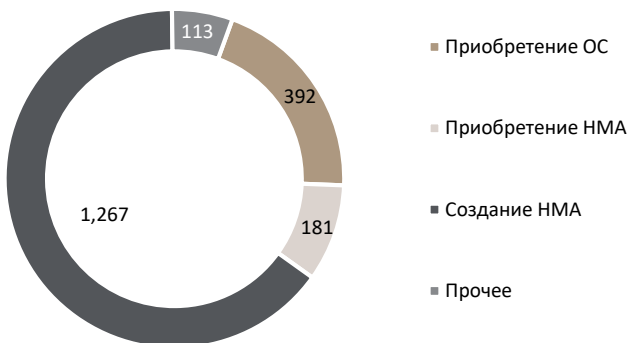
Источники: данные компании, ИБ Синара

### ШТАТ КОМПАНИИ, ЧЕЛ.



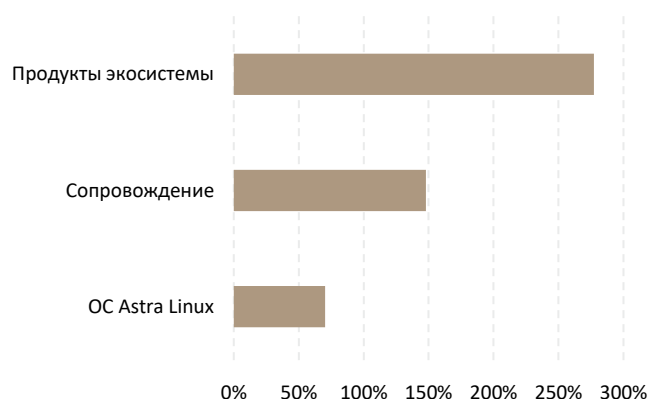
Источники: данные компании, ИБ Синара

### КАПЗАТРАТЫ ЗА 9М24, МЛН РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

### РОСТ ВЫРУЧКИ В ЗК24 (Г/Г)



Источники: данные компании, ИБ Синара

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

**Текущие мультипликаторы отражают перспективы роста.** Акции Группы Астра торгуются сейчас с мультипликаторами EV/EBITDA и P/E 2025П на уровне 7,4 и 8,8. Премии к отечественным компаниям-аналогам в 15% и 4% мы считаем оправданными, поскольку они отражают более высокие, чем у конкурентов, прогнозные темпы роста прибыли.

**Оценка по методу DCF.** Оценивая справедливую стоимость акций Группы Астра по модели DCF, применяем следующие допущения: безрисковая ставка — 16%, требуемая стоимость акционерного капитала (COE) — 24,4%, WACC — 22,5%. Справедливая стоимость акционерного капитала эмитента на конец 2025 г., по нашим расчетам, составляет 121 млрд руб. или 610 руб. на акцию. Наша оценка предполагает мультипликаторы P/E и EV/EBITDA 2025П на уровне 11,8 и 9,9.

### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МЕТОДУ DCF

млн руб.	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕВIT	17 700	24 243	30 620	36 923	45 010
ЕВIT после налогообложения	16 815	23 031	29 089	35 077	42 760
(+) Износ и амортизация	1 612	2 231	2 847	3 496	4 270
(-) Изменение оборотного капитала	(4 467)	(4 938)	(4 876)	(5 046)	(6 145)
(-) Капитальные затраты	(5 571)	(7 520)	(9 444)	(11 435)	(13 860)
Свободный денежный поток фирмы (FCFF)	8 389	12 804	17 616	22 092	27 025
Дисконтированный FCFF	6 848	8 533	9 584	9 812	9 799
Приведенная стоимость в постпрогнозный период	73 011				
Справедливая стоимость компании (EV)	117 587				
Справедливая рыночная капитализация	121 450				
Количество акций, млн шт. (искл. квазиказначейские)	200				
Целевая цена, руб/акцию	610				
				Безрисковая ставка / «бета»	16% / 1,2
				COE	24,4%
				WACC	22,5%
				Рост в постпрогнозный период	8%

Источник: ИБ Синара

### СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА РОССИЙСКИХ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

	EV/EBITDA		P/E	
	2024П	2025П	2024П	2025П
Группа Позитив	8,5	6,4	9,7	7,2
Софтлайн	2,7	1,8	5,9	3,2
Диасофт	7,0	5,4	8,7	6,9
Яндекс	5,6	4,4	14,3	11,1
ВК	68,1	9,6	отриц.	отриц.
Ozon	77,3	16,2	отриц.	отриц.
Cian	8,5	6,8	18,2	13,6
Хэдхантер	8,0	6,4	12,3	9,7
<b>Медиана</b>	<b>8,3</b>	<b>6,4</b>	<b>11,0</b>	<b>8,5</b>
Группа Астра	12,9	7,4	15,8	8,8
Премия (дисконт) Группы Астра к медиане	57%	15%	43%	4%

Источник: СПБМТСБ, Московская Биржа, ИБ Синара

## ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Инвестиции в акции Группы Астра позволяют сделать ставку на процесс масштабной трансформации ИТ-рынка, которая в том числе предполагает переход на отечественные решения, включая инфраструктурное ПО, что обусловлено как нормативными требованиями, так и уходом значительной части зарубежных вендоров. Группа Астра уже демонстрирует впечатляющие темпы расширения бизнеса, став фактически одним из самых быстрорастущих игроков как в технологическом сегменте, так и среди российских публичных компаний в целом. Занимая лидирующие в своем сегменте рыночные позиции, она извлекает максимальную выгоду из этого роста и, мы считаем, продолжит показывать хорошую динамику. Более того, мы ожидаем, что Группа Астра опередит в росте рынок операционных систем благодаря лучшим темпам в продажах экосистемных продуктов. Уже сейчас показатели рентабельности находятся на высоких уровнях, а долговая нагрузка невелика, что говорит об устойчивости.

### Описание бизнеса

Группа Астра — это ведущий разработчик защищенного инфраструктурного программного обеспечения, объединяющий независимые отечественные ИТ-бренды, включая операционную систему Astra Linux. Главная цель группы — создавать инфраструктурное программное обеспечение для государственных и коммерческих организаций, промышленных и инфраструктурных объектов. Основным продуктом, ОС Astra Linux, представляет собой альтернативу Windows на базе Linux, которая обеспечивает безопасную работу ИТ-систем любого масштаба. В портфеле насчитывается более 25 решений, которые формируют экосистему, совместимую со сторонними ИТ-продуктами.

Компания, в которой занято более 2500 человек, занимает большую долю отечественного рынка, а именно 20%, по отчету Strategy Partners за 2023 г., в сегменте инфраструктурного ПО среди российских разработчиков. Однако лидерство проявляется еще сильнее в сегменте операционных систем, где ОС Astra Linux занимает порядка 76% рынка в денежном выражении. Продукты Группы Астра включены в единый реестр российских программ для ЭВМ и баз данных, который ведет Минцифры, и широко используются крупнейшими государственными структурами и компаниями.

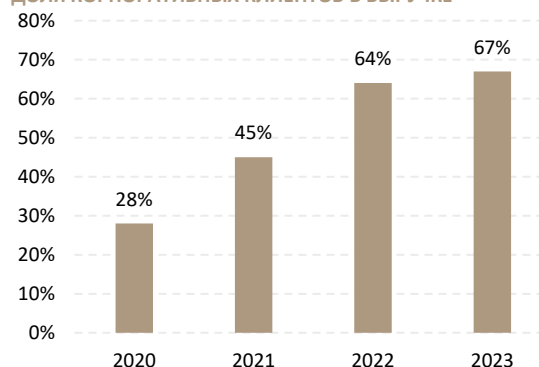
### Бизнес-модель

В 2023 г. сложилась следующая структура выручки Группы Астра:

- продажи операционной системы Astra Linux, используемой на серверах, десктопах и мобильных устройствах (66%);
- продажи продуктов экосистемы: систем управления инфраструктурой, средств виртуализации, резервного копирования, работы с физической инфраструктурой, корпоративных почтовых решений и пр. (18%);
- сопутствующие услуги, включая консалтинг, внедрение и сопровождение продуктов, образовательные программы (16%).

Основное внимание группа уделяет продвижению собственных продуктов в сегментах B2B и B2G. Бизнес-модель строится на работе с дистрибьюторами, что позволяет масштабировать продажи и охватывать широкую клиентскую базу: в 2023 г. на пять крупнейших дистрибьюторов пришлось 69% продаж. Такой подход позволяет свести к минимуму затраты на документооборот, упрощает управление дебиторской задолженностью, помогает в реализации стратегии устойчивого развития.

ДОЛЯ КОРПОРАТИВНЫХ КЛИЕНТОВ В ВЫРУЧКЕ



Источники: данные компании, ИБ Синара

### Финансовое положение

**Быстрый рост и высокая рентабельность.** Группа Астра показывает весьма хорошие результаты как по темпам роста выручки, так и по рентабельности. Так, по итогам 2023 г. показатель «Отгрузки» увеличился на 75% относительно 2022 г. и достиг 11,2 млрд руб., выручка — на 77% до 9,5 млрд руб., EBITDA — на 44% до 4,2 млрд руб. при рентабельности по EBITDA в 43,5%. Хорошая динамика сохранилась и в этом году: за 9M24 отгрузки выросли на 98% г/г до 10 млрд руб., выручка — на 84% г/г до 8,6 млрд руб., EBITDA — на 63% г/г до 5 млрд руб., а рентабельность по EBITDA осталась на уровне 43,5%. Отмечаем опережающий рост в сегментах «Продукты экосистемы» и «Сопровождение решений», где продажи выросли соответственно на 324% г/г до 2,3 млрд руб. и на 123% г/г до 1,8 млрд руб. Как результат, Группа Астра за этот период превзошла все публичные компании технологического сектора по приросту выручки.

**Хорошая динамика выручки в среднесрочной перспективе.** Согласно нашим оценкам, в 2025–2026 гг. группа продолжит наращивать выручку высокими, в районе 50%, темпами. По итогам текущего года прогнозируем рост на 65% до 15,8 млрд руб., а в 2026 гг. — до 53,7 млрд руб. Выручка от экосистемных продуктов и услуг продолжит, мы полагаем, расти опережающими темпами, в среднем на 63% в год за указанный период. Наш прогноз соответствует тактическим планам Группы Астра, которая рассчитывает к 2025 г. втрое увеличить объемы бизнеса по сравнению с 2023 г.

**Сезонность.** Бизнес группы отличается большими сезонными колебаниями, что характерно и для других представителей технологического сектора из-за сложившейся практики закрытия многих проектов к окончанию календарного года. В последний квартал года Группа Астра получала более половины своей выручки (в 4K22 — 56%, в 4K23 — 51%), а на второе полугодие приходилось более 70% всех отгрузок. Соответственно, квартальная отчетность, кроме как результаты четвертого квартала, не может служить точным индикатором, чтобы судить о динамике на более длинном горизонте.

**Сохранение высокой рентабельности.** Расходы на персонал, самая главная составляющая как себестоимости, так и маркетинговых и общехозяйственных расходов, в 9M24 составили по данным статьям, без учета мотивационных программ, 2,6 млрд руб. (69%) и 1,0 млрд руб. (63%). Кроме того, отметим, что Группа Астра капитализирует в отчетности значительную часть расходов на разработку. Так, за 9M24 инвестиции в создание нематериальных активов составили 1,3 млрд руб., что эквивалентно 15% выручки. Мы ожидаем, что по итогам нынешнего года рентабельность по EBITDA немного уменьшится из-за расширения штата и увеличения расходов на разработку, однако на среднесрочном горизонте она, благодаря эффекту масштабирования, повысится до среднеотраслевых значений. На 2025–2027 гг. среднюю рентабельность по EBITDA прогнозируем на уровне 47,2%, что предполагает рост EBITDA к 2027 г. до 26,5 млрд руб.

**Прочные показатели баланса.** Финансовое положение Группы Астра можно охарактеризовать как вполне устойчивое: на конец сентября ее чистый долг составлял 1,8 млрд руб. при его отношении к EBITDA за предшествующие 12 месяцев на уровне 0,4. Предполагаем, что ситуация не сильно изменится, несмотря на по-прежнему масштабные инвестиции в развитие бизнеса. Так, за 9M24 капзатраты достигли 2,0 млрд руб., из них 1,3 млрд руб. пришлось на создание нематериальных активов, а 0,4 млрд руб. — на приобретение основных средств. На 2025–2027 гг. прогнозируем капитальные вложения на среднем уровне 14% к выручке, что, если учесть рентабельность по EBITDA в 47% и ограниченные финансовые расходы, создает отличную базу, чтобы стабильно генерировать свободный денежный поток.

**Дивиденды.** Политика Группы Астра предполагает выплаты по итогам девяти месяцев и всего года, но не реже одного раза в год. Базой для расчета служит скорректированная чистая прибыль, при этом минимальный размер зависит от долговой нагрузки: не менее 50% прибыли, если отношение чистого долга к EBITDA не превышает 1,0, не менее 25% — если находится в диапазоне от 1,0 до 2,0, и не менее 15% — если этот показатель выше 2,0, но ниже 3,0. За 9М24 совет директоров рекомендовал выплатить 555 млн руб. или 2,6 руб. на акцию, что предполагало доходность в 0,5%. Дивидендную доходность мы считаем бонусом, так как привлекательность акций Группы Астры в первую очередь связана, по нашему мнению, с перспективами роста.

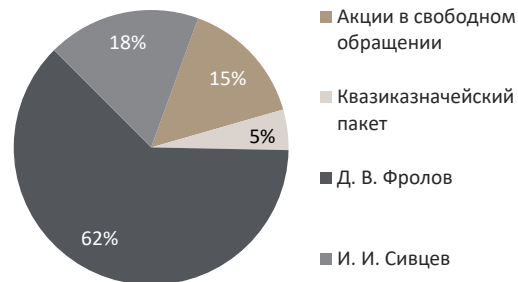
**Структура акционеров.** Всего выпущено 210 млн акций, из которых 80% контролируют основные акционеры (Д. Фролов — 62%, И. Сивцев — 18%), около 5% приходится на квазиказначейские бумаги, в свободном обращении находятся 15%.

**Риски**

Основными рисками в контексте инвестиций в акции Группы Астра считаем следующие.

- **Санкции.** В мае нынешнего года компания попала в санкционный список Минфина США. Полагаем, этот факт не должен существенно отразиться на ее деятельности, сосредоточенной в РФ и основанной на разработке и доработке открытого ПО с применением собственных средств защиты информации. Выходить на рынки «недружественных» государств Группа Астра не планирует.
- **Зарплаты.** Гонка зарплат стала одним из главных для технологической отрасли РФ рисков. Тренд на цифровизацию в экономике способствует сохранению высокого спроса на ИТ-специалистов, в том числе со стороны непрофильных организаций. В то же время ведущие технологические компании находятся в менее уязвимом положении, так как предлагают работникам более привлекательные условия. К тому же уход с нашего рынка зарубежных игроков способствовал перетоку квалифицированных специалистов в ведущие российские компании. Отметим, что повышение зарплат по экономике в целом — это благоприятный фактор для ИТ-индустрии ввиду повышения спроса на автоматизацию.
- **Расходы на разработку продуктов и развитие новых направлений.** На фоне трансформации рынка ИТ-компании активизировали разработку новых решений, что ведет к увеличению расходов, включая собственно расходы на разработку. Отдача от этих инвестиций станет видна только через некоторое время, что затрудняет их справедливую оценку рынком с учетом риска недостаточно высокой нормы доходности.
- **Господдержка.** В настоящее время государство помогает компаниям отрасли разными мерами, в т. ч. льготными ставками налогообложения или ставками по страховым взносам в фонд оплаты труда. Отказ от таких мер или их изменение, на наш взгляд, не исключены в среднесрочной перспективе, что, скорее всего, негативно повлияет на финансовые показатели ИТ-компаний. Однако маловероятно, полагаем, что власти откажутся от мер регулирования, призванных способствовать импортозамещению в сфере ПО, поэтому такой риск представляется невысоким, также как и риск сокращения госзакупок отечественного ПО.
- **Ставка.** Сохранение высокой ключевой ставки ЦБ РФ или ее дальнейший рост (а с ней и ставок по кредитам вообще) способны негативно влиять на уровень экономической активности и на спрос на продукты и услуги Группы Астра. Однако ее финансовое положение остается устойчивым, и риск роста процентных расходов можно назвать низким.
- **Курс валюты.** На наш взгляд, волатильность курсов не сильно влияет на финансовые показатели Группы Астра, если учесть, что как доходы, так и расходы практически полностью номинированы в рублях.

**АКЦИОНЕРНАЯ СТРУКТУРА**

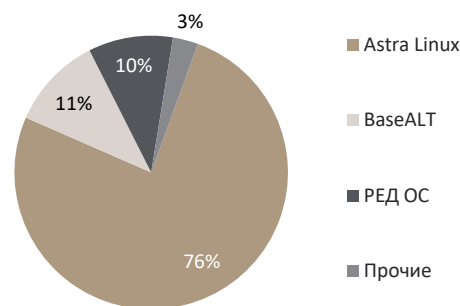


Источники: данные компании, ИБ Синара

**РЫНОК**

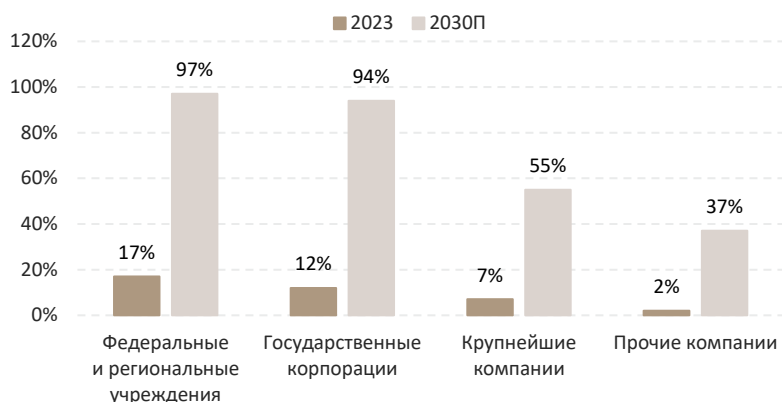
Российский ИТ-рынок в прошлом году продолжил динамично развиваться, увеличившись на 12% г/г и достигнув 3,06 трлн руб., что стало результатом выросшего спроса на отечественные решения. Отказ более 200 зарубежных игроков от работы на российском рынке открыл возможности для местных разработчиков, а поддержка государства и программы импортозамещения обеспечили необходимую устойчивость и развитие. В период с 2019 по 2023 г. ИТ-сектор рос среднегодовым темпом в 13,1%. Наши прогнозы на ближайшие годы остаются позитивными: предполагается, что до 2030 г. рынок продолжит расти в среднем на 13% ежегодно и достигнет объема в 7 трлн руб. Основную роль в этом играют сегменты инфраструктурного программного обеспечения и операционных систем, где российские разработчики уже занимают более 50% рынка. Ожидается, что бизнес отечественных компаний в этих сегментах будет расти в 1,7 раза быстрее, чем рынок в целом.

**ДОЛИ КЛЮЧЕВЫХ ИГРОКОВ НА РЫНКЕ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ОПЕРАЦИОННЫХ СИСТЕМ В 2023 Г.**



Источники: Strategy Partners, ИБ Синара

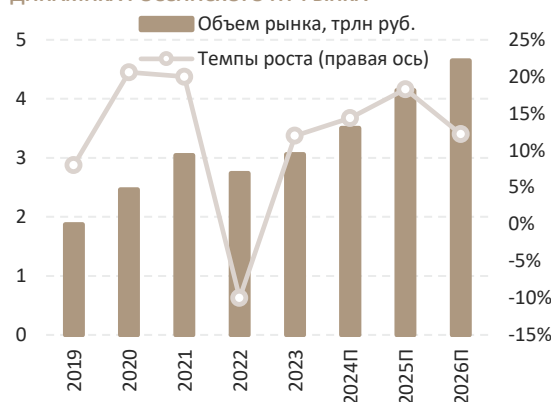
**ДОЛЯ РОССИЙСКИХ РАЗРАБОТЧИКОВ В КЛИЕНТСКИХ СЕГМЕНТАХ РЫНКА ОС**



Источники: Strategy Partners, ИБ Синара

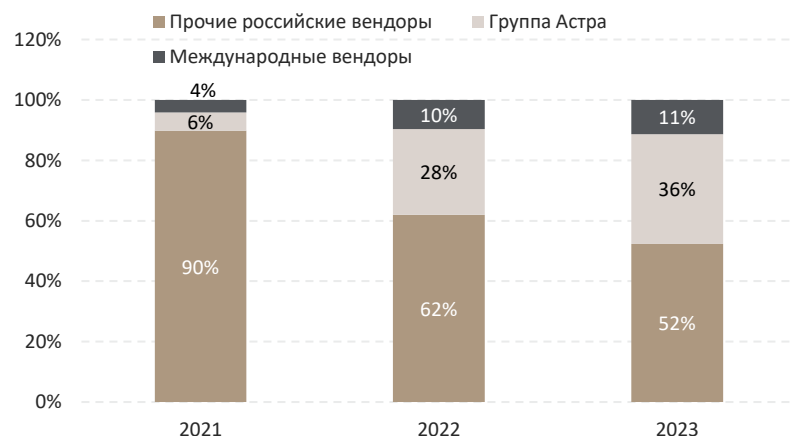
Переход на российские операционные системы набирает обороты: к концу прошлого года на их долю уже приходилась почти половина рынка, особенно в секторе B2G, где отечественные продукты стали стандартом. Порядка 73% рынка инфраструктурного ПО — это госсектор и крупный бизнес. Для более мелких компаний характерен низкий уровень охвата, и отсутствие надежных альтернатив российским разработкам — это сильный стимул роста бизнеса Группы Астра в данном сегменте.

**ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО ИТ-РЫНКА**



Источники: Strategy Partners, ИБ Синара

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОЛЕЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ОС (ПК + СЕРВЕР)**



Источники: Strategy Partners, ИБ Синара

**ОБЪЕМ И СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО ИТ-РЫНКА, МЛРД РУБ.**



Источники: Strategy Partners, ИБ Синара

Отдельные сегменты инфраструктурного ПО демонстрируют впечатляющие темпы роста, что положительно влияет на общие показатели сектора. Так, на рынке решений для администрирования инфраструктуры в этом и будущем году прогнозируется рост, обусловленный реализацией отложенного спроса. Данный сегмент долгое время оставался в стороне, поскольку корпоративные и государственные заказчики в первую очередь сосредоточились на замене наиболее важного программного обеспечения. С высвобождением ресурсов они смогут уделить внимание инструментам администрирования, которые необходимы для повышения эффективности в управлении инфраструктурой и деятельности вообще. Сегмент виртуализации продолжит расти высокими темпами, формируя к 2025 г. лидирующую группу игроков, которая займет до 80% рынка. Схожим образом средства резервного копирования останутся важными для заказчиков — стабильный рост обеспечат внедряемые местные решения. Все эти изменения свидетельствуют о постепенном переходе от базового импортозамещения к глубокому обновлению ИТ-инфраструктуры.

Государственная поддержка продолжает играть большую роль в развитии ИТ-рынка, обеспечивая стабильный спрос на российские продукты. В 2023 г. на закупку отечественных решений из бюджета выделялось 300 млрд руб., а затраты госкомпаний на российское ПО составили 80% от всех их расходов на ИТ. Государственные компании и органы управления остаются крупными заказчиками и стимулируют развитие сектора, что позволяет представителям технологической отрасли адаптироваться к новым условиям и повышает конкурентоспособность российских решений. Мы полагаем, отечественный ИТ-рынок продолжит стабильно расти по направлению к независимости от зарубежных поставщиков.



**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, МЛН РУБ.**

Отчет о прибылях и убытках	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Отгрузки	11 248	18 596	32 070	46 915	63 324	79 527
основные средства	6 861	8 368	11 224	15 013	19 314	23 460
остальное	4 387	10 228	20 845	31 902	44 010	56 066
Выручка	9 541	15 773	27 202	39 793	53 712	67 455
Себестоимость	(2 411)	(5 941)	(10 246)	(14 989)	(20 231)	(25 408)
Валовая прибыль	7 130	9 832	16 956	24 804	33 480	42 047
Исследования и разработки	(152)	(252)	(434)	(635)	(857)	(1 076)
Операционные расходы, за исключением износа и амортизации	(2 981)	(3 625)	(6 044)	(6 951)	(8 976)	(11 053)
Износ и амортизация	(280)	(641)	(1 106)	(1 612)	(2 231)	(2 847)
ЕБИТДА	4 152	6 785	11 909	19 312	26 474	33 467
ЕБИТ	4 088	6 143	10 803	17 700	24 243	30 620
Чистые процентные доходы (расходы)	311	(117)	15	202	114	367
Прибыль до налогообложения	3 562	6 027	10 818	17 902	24 357	30 986
Налог на прибыль	76	(301)	(541)	(895)	(1 218)	(1 549)
Чистая прибыль акционерам	3 638	5 725	10 277	17 007	23 139	29 437
Балансовый отчет	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Итого оборотные активы	7 461	11 357	19 362	31 034	44 617	60 100
Денежные средства и эквиваленты	2 640	3 400	5 653	10 989	17 567	26 134
Торговая и прочая дебиторская задолженность	4 790	7 920	13 658	19 980	26 969	33 869
Запасы	7	11	20	29	39	48
Нематериальные активы	2 823	2 783	4 777	7 695	11 634	16 581
Основные средства	468	799	1 507	2 548	3 898	5 547
Итого активы	12 350	16 536	27 244	42 875	61 746	83 825
Итого текущие обязательства	4 339	5 869	9 363	13 303	17 693	22 040
Торговая и прочая кредиторская задолженность	1 416	2 342	4 038	5 908	7 974	10 014
Краткосрочная задолженность	889	527	378	302	255	220
Долгосрочная задолженность	1 846	1 615	1 413	1 237	1 082	947
Итого собственный капитал	4 225	8 373	15 787	27 655	42 291	60 158
Итого обязательства и собственный капитал	12 350	16 536	27 244	42 875	61 746	83 825
Чистый долг	94	(1 258)	(3 862)	(9 450)	(16 230)	(24 967)
Отчет о движении денежных средств	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Денежные средства от основной деятельности	3 458	5 636	9 801	16 990	23 907	30 933
Полученные (уплаченные) проценты	121	(117)	15	202	114	367
Уплаченный налог на прибыль	(111)	(301)	(541)	(895)	(1 218)	(1 549)
Чистый операционный денежный поток	3 448	5 217	9 275	16 297	22 803	29 750
Капитальные затраты	(1 302)	(2 287)	(3 808)	(5 571)	(7 520)	(9 444)
Свободный денежный поток	2 146	2 930	5 467	10 726	15 284	20 306
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	(2 584)	(2 287)	(3 808)	(5 571)	(7 520)	(9 444)
Выплаченные дивиденды	(1 131)	(1 578)	(2 863)	(5 139)	(8 503)	(11 569)
Изменение долга	2 281	(593)	(351)	(252)	(202)	(170)
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	1 083	(2 171)	(3 214)	(5 390)	(8 705)	(11 740)

Источники: данные компании, ИБ Синара

## Аналитический департамент

[Sinara\\_Research@sinara-finance.ru](mailto:Sinara_Research@sinara-finance.ru)

## Директор департамента

Кирилл Таченников  
[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

### Макроэкономика

Сергей Коныгин  
[KonyginSS@sinara-finance.ru](mailto:KonyginSS@sinara-finance.ru)

### Российский рынок акций

#### Нефть и газ

Кирилл Бахтин  
[BakhtinKV@sinara-finance.ru](mailto:BakhtinKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

#### Финансовый сектор

Ольга Найдёнова  
[NaidenovaOA@sinara-finance.ru](mailto:NaidenovaOA@sinara-finance.ru)

#### Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов  
[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

Александр Гайда  
[GaidaAS@sinara-finance.ru](mailto:GaidaAS@sinara-finance.ru)

#### Девелопмент, здравоохранение, размещения

Мария Лукина  
[LukinaMS@sinara-finance.ru](mailto:LukinaMS@sinara-finance.ru)

### Рынок облигаций

Александр Афонин  
[AfoninAK@sinara-finance.ru](mailto:AfoninAK@sinara-finance.ru)

Александр Гайда  
[GaidaAS@sinara-finance.ru](mailto:GaidaAS@sinara-finance.ru)

#### Электроэнергетика, транспорт

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

#### Металлургия

Дмитрий Смолин  
[SmolinDV@sinara-finance.ru](mailto:SmolinDV@sinara-finance.ru)

#### Компании малой и средней капитализации

Сергей Вахрамеев  
[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

Мария Лукина  
[LukinaMS@sinara-finance.ru](mailto:LukinaMS@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

Александр Гайда  
[GaidaAS@sinara-finance.ru](mailto:GaidaAS@sinara-finance.ru)

### Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев  
[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов  
[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

#### Стратегия

Кирилл Таченников  
[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

#### Группа выпуска

Василий Мордовцев  
[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

Станислав Захаров  
[ZakharovSV@sinara-finance.ru](mailto:ZakharovSV@sinara-finance.ru)

Инна Драч  
[DrachIG@sinara-finance.ru](mailto:DrachIG@sinara-finance.ru)

Владлен Гаража  
[GarazhaVA@sinara-finance.ru](mailto:GarazhaVA@sinara-finance.ru)

Себастьян Барендт  
[BarendtsF@sinara-finance.ru](mailto:BarendtsF@sinara-finance.ru)

© 2024, АО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен АО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью АО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки (операции), упомянутые в нем, могут не соответствовать финансовому положению, инвестиционному профилю, цели (целям) инвестирования, допустимому риску получателя материала и (или) ожидаемой получателем материала доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо сделки (операции) интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту, уровню допустимого риска, ожидаемой доходности является задачей получателя настоящего материала. АО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) сделок (операций) либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательств их последующего обновления.

Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложением сделать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указать ссылку на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия АО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия АО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

Список компаний, в отношении которых у АО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанными компаниями (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АЭЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный Банк экономического сотрудничества, Евразийский Банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусишка», Строительство и девелопмент, АО «Синара - Транспортные Машины», ООО «ЛЕТЕНДА», ООО «Промкомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сетеха Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИЯ ТБ-1», ПАО «Журналолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТТК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, PAM «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, PolyMetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть», МКПАО «Т-Технологии», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУП», ПАО «Вшх Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Полос», X5 Retail Group N.V., ООО «ИК 5 ФИНАНС», ПАО «Транснефть», ООО «СФО Азбука дохода», ООО «Моторика», ПАО «Ростелеком», АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ», ПАО «Софтлайн», ООО «АРДИ КОЛЛЕКТ», МК ООО «ТМК Стиль Холдинг», ООО «Мастер», ПАО «СмартТехГрупп», ПАО «МГКЛ», ПАО «Каршеринг Руссия», ПАО «Диасофт», ООО «Боржоми Финанс», ПАО «ЛК «Европлан», ООО «КОНТРОЛ лизинг», ПАО «МТС-Банк», ПАО «ПНК ЕЗ», ООО УК «А класс капитал», АО «АВТОБАН-Финанс», ПАО «ЭЭФЭИ», ПАО «ПРОМОМЕД», АО «Самолет Плюс», АО «СР Спейс», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Озон Фармацевтика».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположения: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозной дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «Популяр», если не превышает, оставаясь положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторе неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым АО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги (на фондовом и денежном рынках).

АО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 01.04.2024 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.