

Астра Отчет за 2023 г.

Аналитика – Акции РФ

17 апреля 2024 года



Тикер	ASTR
Статус	HOLD
Последняя цена	581
Целевая цена	683
Потенциал	18%

Контакты:

Александр Сайганов

Head of Research

a.sayganov@invest-heroes.ru

Светлана Дубровина

Senior Analyst

s.dubrovina@invest-heroes.ru

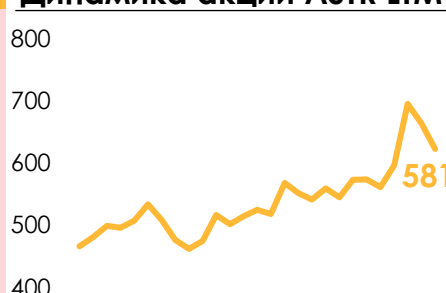
Telegram
InvestHeroes

[@InvestHeroes](https://t.me/InvestHeroes)

Быстрый рост продолжается

Результаты за 2023 г. на уровне наших ожиданий:

- Выручка за 2023 год составила 9.5 млрд руб. (+77% г/г), что было на 7% ниже наших ожиданий. Выручка от ОС Astra Linux была ниже наших ожиданий, при этом от услуг по сопровождению продуктов – выше. Выручка от продаж программных продуктов в целом была в рамках ожиданий.
- Скорр. EBITDA выросла до 4.2 млрд руб. (+44% г/г), что было на уровне наших ожиданий, несмотря на более низкую фактическую выручку. Расхождение на уровне выручки компенсировалось более низкими расходами на персонал, чем мы ожидали.

Млрд руб.	2023	2022	%	Динамика акций ASTR LTM
Отгрузки	11.2	6.4	75%	
Выручка	9.5	5.4	77%	
EBITDA	4.2	2.9	44%	
Рентабельность по EBITDA	44%	54%	(10 п.п.)	

Outlook

Мы повысили прогноз по EBITDA на 2024 г. в связи со снижением прогноза по расходам на персонал (факт. расходы за 2023 г. были ниже ожиданий) с 7.2 до 8.3 млрд руб. (+100% г/г). Прогноз на 2025 г. сохранился практически на том же уровне, 12.3 млрд руб. (+47% г/г).

Мы повышаем целевую цену по акциям Астры с 640 до 683 руб. Это связано с сокращением периода ожидания результатов 2025 г. Мы оцениваем справедливую стоимость акций по дисконтированным результатам 2025 г. В моменте ускоренный найм персонала давит на рентабельность, но это необходимое условие для бурного роста компании, поэтому считаем логичным оценивать ее по более дальним результатам.

Потенциал роста акций Астры на горизонте года к текущей рыночной цене, по нашей оценке, составляет 18%. Мы считаем акции интересными для удержания в долгосрочном периоде. По мере роста бизнеса целевая цена будет расти.

Компания проводит SPO, в рамках которого основной акционер продаст до 10% акций по цене не ниже 555 руб. Сделка позволит увеличить free float до 15% и откроет для компании возможность включения в индексы. Участие в SPO считаем интересным по цене до 575 руб.



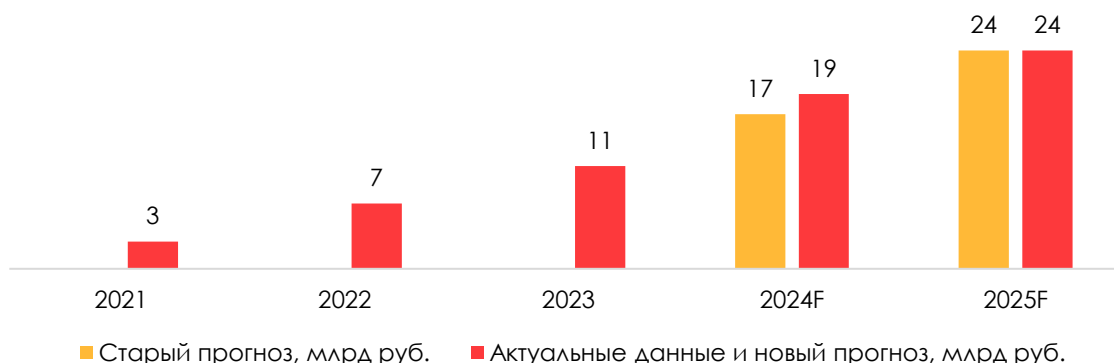
Прогнозы по выручке и EBITDA

В 2023 г. Отгрузки (признаются в момент подписания акта-приемки с покупателем) Астры выросли на 75% г/г до 11.2 млрд руб. В то же время выручка в 2023 г. выросла на 77% г/г до 9.5 млрд руб., что было на 7% ниже наших ожиданий (наш прогноз – 10.3 млрд руб.).

Выручка Астра складывается из продажи лицензий ОС Astra Linux, продуктов экосистемы и услуг по сопровождению и обучению. Выручка от ОС Astra Linux была ниже наших ожиданий, при этом от услуг по сопровождению продуктов – выше. Выручка от продаж программных продуктов в целом была в рамках ожиданий.

Рынок российских ОС, по данным консалтинговой компании Strategy Partners, в 2023 г. вырос на 57% г/г до 11.3 млрд руб., что было выше прогноза на уровне 10 млрд руб., который мы ранее закладывали в прогноз. С учетом ускоренных темпов роста мы предполагаем, что прогноз по рынку на 2024 г. будет повышен (ожидаем прироста на 70% г/г). В ближайшее время Strategy Partners планирует выпустить обновленный прогноз по рынку, и тогда мы скорректируем предпосылки.

Рынок российских ОС, млрд руб.



Мы предполагаем, что компания будет сохранять долю на рынке (составляет 76%, по данным Strategy Partners), и выручка от продажи ОС будет расти с темпами роста рынка соответственно. Несмотря на повышение прогнозов по рынку, мы снижаем прогноз выручке от продажи ОС на 2024-25 г. Мы уточнили методику прогнозирования выручки, исходя из особенностей ее учета компанией.

Также мы снизили прогноз по выручке от продаж продуктов экосистемы на 2024-25 гг. В 2023 г. количество проданных лицензий на продукты снизилось г/г и замедлилась скорость проникновения продуктов (в % от пользователей ОС), при этом, по нашим расчетам, существенно выросла средняя выручка на 1 клиента за 1 продукт. Вероятно, это связано с фокусом на более дорогих продуктах.

В 2024 году планируется вывести на рынок 4 новых продукта: 2 новых направления (облачное – AIC, контейнеризация – Nodus) и доведение 2 продуктов до релиза (мониторинг – Astra Monitoring, управление инфраструктурой – ACM).

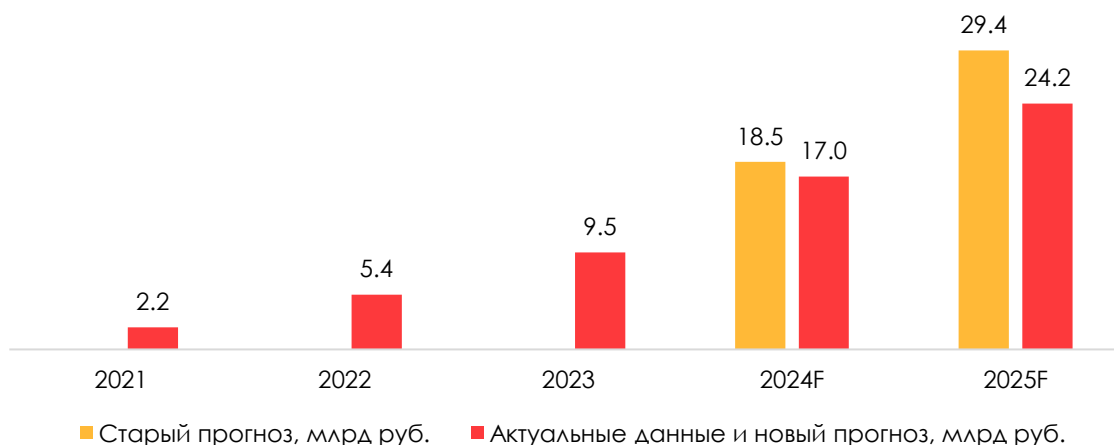
Прогнозы по выручке и EBITDA

Таким образом, мы снизили прогноз по выручке Астра на 2024 г. с 18.5 до 17 млрд руб. (+79% г/г), а на 2025 г. – с 29 до 24 млрд руб. (+42% г/г).

С учетом корректировок мы ожидаем продолжения значительного роста выручки в 2024-25 гг. за счет удержания доли на быстрорастущем рынке российских ОС и увеличения кол-ва программных продуктов и их проникновения среди клиентов компании.

Фактор удержания доли рынка Астры - технологические партнерства и в части железа, и в части софта. Для выхода в рынок будущих потенциальных конкурентов это будет главным препятствием - надо, чтобы приложения и оборудование могли работать с ОС, а это, в свою очередь, зависит от технологических партнерств, которые Астра выстраивала и накапливала много лет, и сейчас является лидером отрасли, соответственно, наиболее удобна для покупателя, т.к. на ней будет работать большинство приложений и оборудования.

Выручка, млрд руб.



Прогнозы по выручке и EBITDA

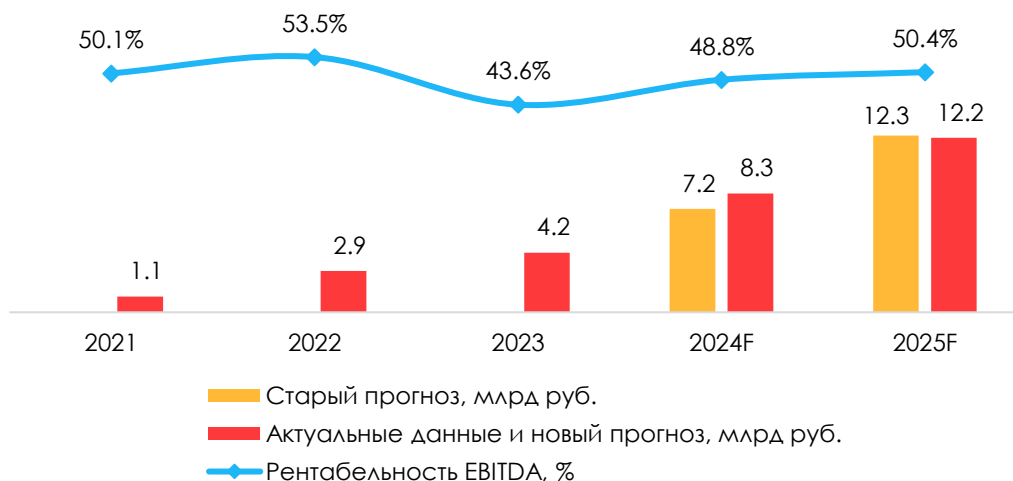
EBITDA Астры в 2023 г. выросла на 44% г/г до 4.2 млрд руб., что было на уровне наших ожиданий, несмотря на более низкую фактическую выручку. Расхождение на уровне выручки компенсировалось более низкими расходами на персонал, чем мы ожидали.

В связи с этим мы скорректировали методику прогнозирования расходов на персонал и повысили прогноз по EBITDA на 2024 г. с 7.2 до 8.3 млрд руб. (+100% г/г). Прогноз на 2025 г. сохранился практически на том же уровне, 12.3 млрд руб. (+47% г/г), с учетом снижения прогноза по выручке.

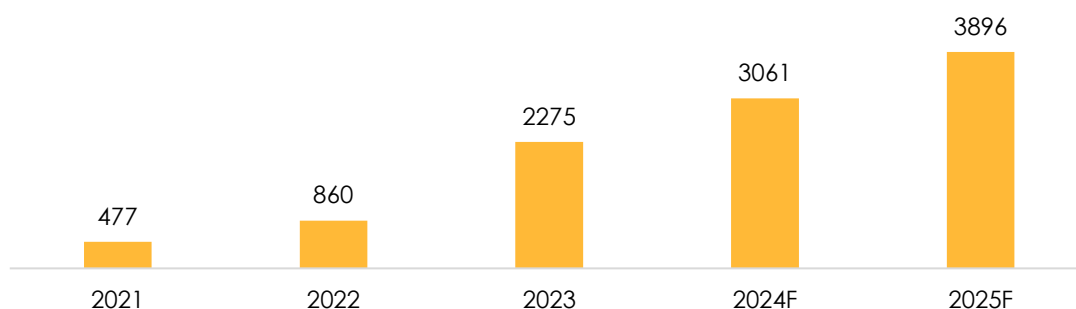
В 2023 г. рентабельность по EBITDA компании снизилась главным образом в результате роста расходов на персонал и маркетинг (в т.ч. в связи с IPO). Ускорение найма — необходимое условие для роста бизнеса. Количество сотрудников увеличилось до 2 275 человек (67% которых — IT-специалисты) на конец 2023 г. против 860 чел. на конец 2022 г. В 2024-25 гг. мы ожидаем замедление темпов найма и, соответственно, нормализации рентабельности.

Компания не дает гайденс по приросту кол-ва сотрудников, но говорит о том, что в 2024 г. он будет ниже, чем в 2023 г. (мы закладываем в качестве предпосылки средний прирост IT за последние 2 года). Средний прирост зарплат IT специалистов прогнозируем на уровне в 2 раза быстрее инфляции.

Ожидаем нормализации рентабельности с учетом замедления темпов найма сотрудников



Кол-во сотрудников на конец периода, чел



Астра проводит SPO

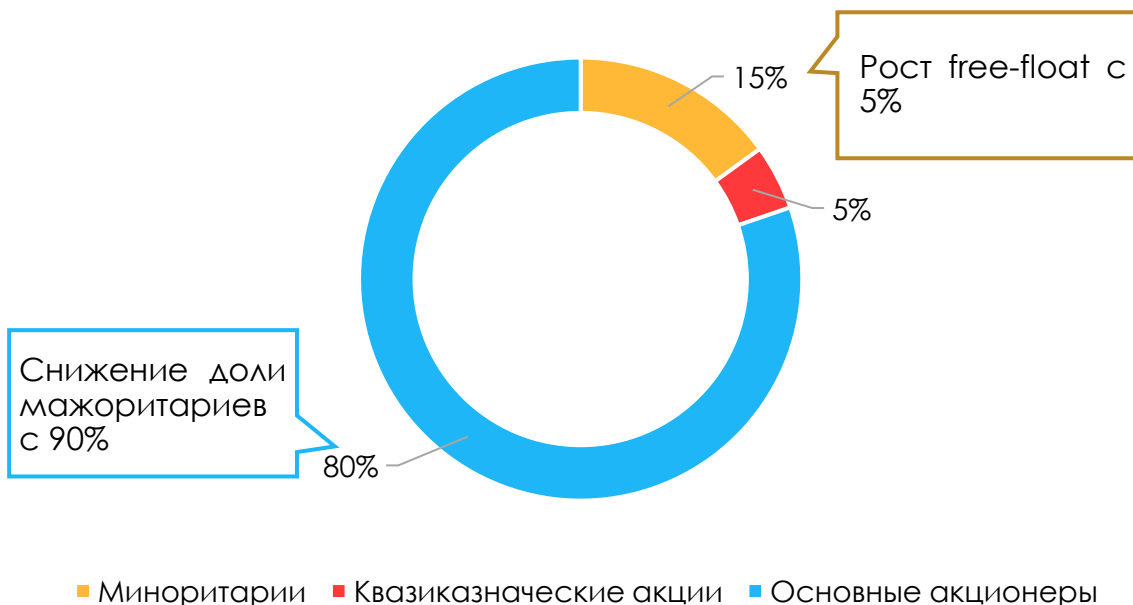
У компании закончился lock-up период, и 15 апреля Группа Астра объявила о вторичном предложении обыкновенных акций (SPO).

Ключевые параметры SPO:

- Уточненный ценовой ориентир в рамках SPO – 555 рублей за одну акцию. Заявки по цене ниже 555 рублей за одну акцию будут отклонены. Биржевая книга заявок открыта до 18:30 18 апреля 2024 г., при этом брокеры могут устанавливать свое время прекращения приема заявок.
- Сделка не размывает доли текущих акционеров (допэмиссии не будет). Основной акционер Денис Фролов предложит пакет принадлежащих ему акций в размере 21.0 млн штук (10% от общего числа акций).

В результате SPO free-float может вырасти до 15%. Это даст возможность компании попасть в первый уровень листинга Мос. Биржи и индекс Мос. Биржи. За счет сделки компания рассчитывает увеличить ликвидность бумаг и расширить базу акционеров.

Структура акционерного капитала* после SPO



*При размещении 10% (21.0 млн акций)

Астра проводит SPO

Мы повышаем целевую цену по акциям Астры с 640 до 683 руб. Это связано с сокращением периода ожидания результатов 2025 г.

Мы оцениваем справедливую стоимость акций по дисконтированным результатам 2025 г. В моменте ускоренный найм персонала давит на рентабельность, но это необходимое условие для бурного роста компании, поэтому считаем логичным оценивать ее по более дальним результатам.

Мультипликаторный метод		2025F
EBITDA	млрд руб.	12.2
Целевой мультипликатор	x	16.9x
Оценка		
Целевая EV	млрд руб.	206
Чистый долг	млрд руб.	1
Non controlling interest	млрд руб.	41
Целевая капитализация	млрд руб.	164
Кол-во акций	млн шт.	210
Ставка дисконтирования		20%
Целевая цена	руб.	683
Потенциал роста	%	18%
Текущая цена	руб.	581

Потенциал роста акций Астры на горизонте года к текущей рыночной цене, по нашей оценке, составляет 18%. Мы считаем акции интересными для удержания в долгосрочном периоде. По мере роста бизнеса целевая цена будет расти. Участие в SPO считаем интересным по цене до 575 руб.

ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Упомянутые в аналитическом отчете финансовые инструменты могут не подходить соответствующему лицу. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

INVEST HEROES

Контакты:

114115, Москва, Дербеневская наб., д. 7,
стр. 12

research@invest-heroes.ru

