



Группа Астра

Звезда первой величины на рынке инфраструктурного ПО

Рынок акций
Информационные технологии
12 апреля 2024 г.

Вывод

Мы повышаем нашу целевую цену по акциям Группы Астра на 9% до 647 руб. в результате обновления финансового прогноза. Компания опубликовала солидные результаты развития за 2023 год и анонсировала план трехкратного роста основных метрик в ближайшие два года. Среди позитивных факторов мы отмечаем стремительный рост сегмента отечественных ОС, который опережает прогнозы, а также укрепление рыночных позиций Группы. Продолжающийся активный процесс импортозамещения ПО, особенно среди крупных корпоративных заказчиков, а также озвученные компанией планы по развитию продуктового предложения, сформулированные с учетом долгосрочных трендов российского ИТ-рынка, позволяют нам рассматривать стратегию роста на 2024-25 годы как реалистичную. При этом с учетом значительного роста котировок ASTR с начала текущего года акции торгуются близко к справедливым уровням. Мы сохраняем рекомендацию **НА УРОВНЕ РЫНКА** по этим бумагам.

Рекомендация / Целевая цена

Тикер	ASTR RX
Рейтинг	На уровне рынка
Цена закрытия	627,05
Целевая цена	647
Потенциал роста	3%
Цена IPO	333

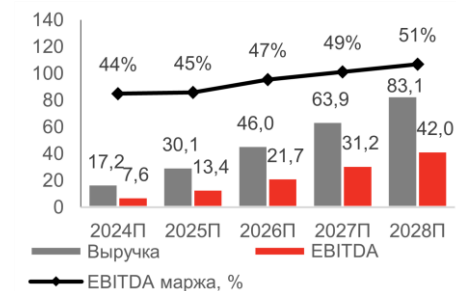
Источник: CBonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 11 апреля 2024 г.

Динамика акций



Источник: CBonds, Альфа-Банк

Выручка и EBITDA, млрд руб.



Источник: данные Компании, Альфа-Банк

EV/EBITDA ASTR и компаний-аналогов

◆ 17,9	◆ 15,9	◆ 2024П
● 10,2	● 10,5	● 2025П
	● 7,7	
Вмененный EV/EBITDA ASTR	Рос. компании - аналоги	Заруб. компании - аналоги

Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Инвестиционный анализ

Рост рынка российских ОС опережает прогнозы. По данным Strategy Partners, в 2023 г. рынок российских ОС для ПК и серверов вырос на 57% г/г до 11,3 млрд руб. Фактический рост рынка оказался на 9% выше изначальных прогнозов благодаря повышению технологической зрелости отечественных решений и накоплению опыта их масштабного внедрения. Эксперты также отмечают активизацию процесса импортозамещения в сегменте средних и крупных компаний, на которые не распространяются регуляторные требования по обязательному переходу на российское ПО. По оценкам, доля этого сегмента достигла 10% рынка. Strategy Partners считает, что данный фактор станет дополнительным драйвером роста продаж российских ОС в среднесрочной перспективе, что, на наш взгляд, подразумевает вероятность повышения текущего долгосрочного прогноза рынка.

Группа Астра сохраняет стратегический отрыв от конкурентов. В 2023 г. отгрузки выросли на 75% г/г, а выручка на 77% г/г. Выручка от продажи флагманского продукта, ОС Astra Linux, увеличилась в 1,5 раза до 6,3 млрд руб., а общий парк инсталляций на конец 2023 г. достиг 2,5 млн лицензий. По оценке Strategy Partners, доля компании на рынке российских ОС для ПК и серверов увеличилась на 1,5 п.п. до 76%, что означает сохранение кратного отрыва от ближайших конкурентов (доли BaseALT и РЕД ОС оцениваются на уровне 10-11%).

Трехкратный рост бизнеса за два года. Бизнес-план менеджмента предполагает увеличение бизнеса Группы в три раза за два года. Целью является трехкратный рост между 2023 и 2025 годами всех ключевых финансовых параметров, при этом ключевым KPI является рост чистой прибыли. Стратегические приоритеты продуктового развития на ближайшие годы сформулированы с учетом долгосрочных трендов российского ИТ-рынка и предполагают формирование продуктового портфеля таким образом, чтобы максимизировать прибыль после завершения основного этапа программы импортозамещения. В 2024 г. компания планирует запустить продажи двух новых продуктов: облачного инфраструктурного ПО и машины баз данных Tantor XData.

Оценка

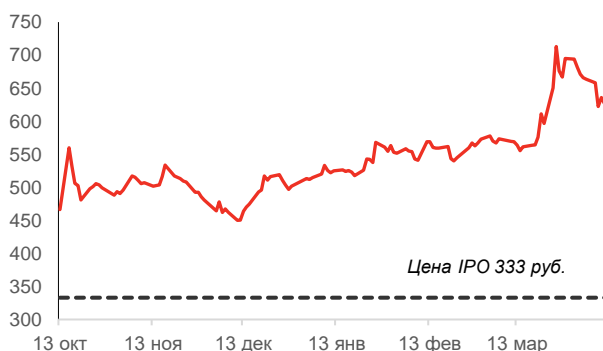
Умеренный потенциал роста с текущих уровней. Акции ASTR торгуются по 2024-25П EV/EBITDA на уровне 17,3-9,9х, предполагаем премию 9% к медианному коэффициенту зарубежных компаний-аналогов по мультипликатору 2024П и дисконт 31% по мультипликатору 2025П. Мы считаем премию оправданной с учетом лучшей комбинации роста и рентабельности ASTR. При этом наш анализ методом ДДП и методом мультипликаторов указывает на умеренный потенциал роста бумаги (до 17,9-10,2х 2024-25П EV/EBITDA) с текущих уровней.



Внутренняя динамика акций с момента IPO

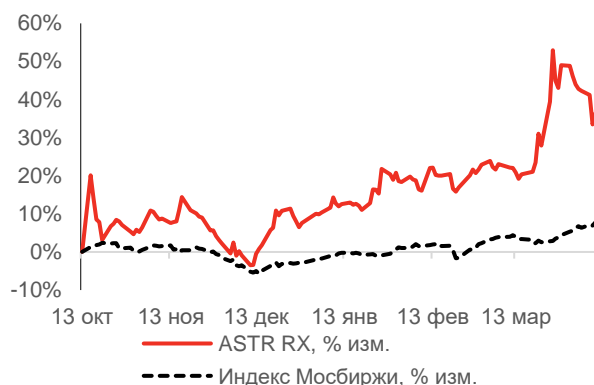
Внутренний рост котировок ASTR с момента IPO отражает высокую оценку инвесторами долгосрочного потенциала развития компании. С момента IPO акции Группы Астра торговались в диапазоне 450-713 руб., что значительно выше цены IPO (333 руб.). Динамика также значительно опередила индекс Мосбиржи (за соответствующий период индекс вырос на 8%). На текущий момент акции Группы Астра торгуются по мультипликаторам 2024-25 EV/EBITDA на уровне 17,3-9,9х и PE 18,4-10,4х.

Рис. 1: ASTR: динамика акций с момента IPO



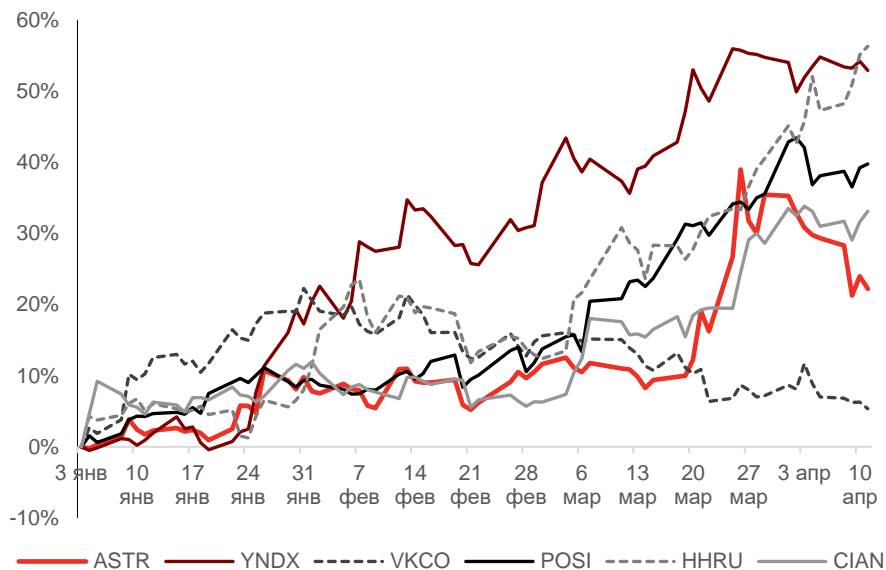
Источник: Сbonds, Альфа-Банк

Рис. 2: Изменение цены акций Группы Астра по сравнению с индексом Мосбиржи



Источник: Сbonds, Альфа-Банк

Рис. 3: Сравнение динамики акций с начала года с бумагами сектора



Источник: Сbonds, Альфа-Банк

Значительное увеличение масштаба бизнеса в 2023 году

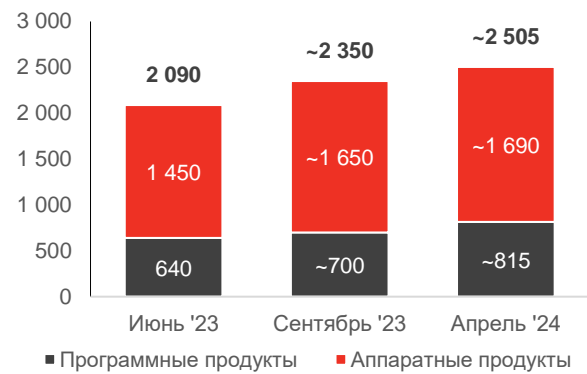
Динамика операционных и финансовых показателей за прошлый год подтвердила значительный рост спроса на софтверные решения Группы Астра на фоне импортозамещения и лидирующие позиции компании в сегменте отечественного инфраструктурного ПО. Мы отмечаем внушительный рост клиентской базы до 22,5 тысяч (+7 500 уникальных клиентов г/г, рост 2,8 раза по сравнению с 2021 годом), активное продолжение расширения сети технологических партнеров, а также расширение продуктового портфеля за счет собственных разработок и M&A-сделок. На текущий момент продуктовая экосистема включает 21 решение. Количество совместимых с экосистемой группы решений по программе Ready for Astra превысило 2,5 тысяч единиц (+45% г/г). По этому показателю Астра остается безусловным лидером на рынке. Общий парк инсталляций ОС Astra Linux на конец 2023 года составил 2,5 млн лицензий. Количество сотрудников компании выросло более чем в 1,5 раза и на конец 2023 года составило 2 275 человек, из них более 65% – IT-специалисты.

Рис. 4: Количество клиентов



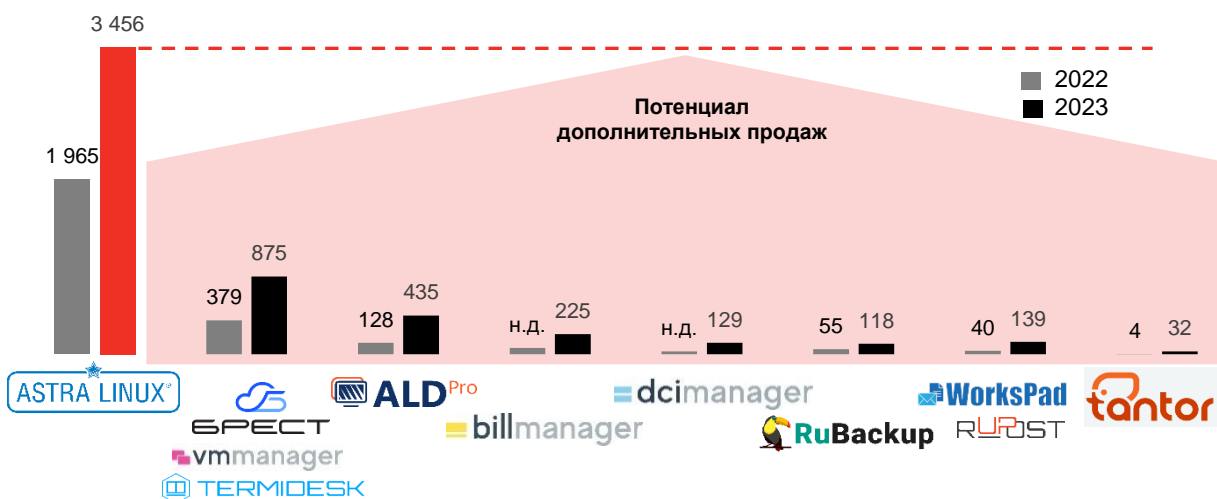
Источник: данные компании

Рис. 5: Количество совместимых продуктов



Источник: данные компании

Рис. 6: Количество клиентов по продуктам



Проникновение продуктов экосистемы среди клиентов ОС

36,2% 22,7% 5,2% 3,3% 2,8% 2,1% 0,2%

Год запуска продукта

2019* 2021 2022 2022 2021 2020 2022

* VMmanager запущен в 2022 г., Termidesk запущен в 2020 г.
Источник: данные компании

Рис. 7: Реализованные продуктовые инициативы в 2023 г.



Источник: данные компании

Реализация масштабных проектов миграции с крупнейшими клиентами. Ниже приведено краткое описание проектов миграции на ОС Astra Linux, реализуемых компанией у крупных российских корпоративных заказчиков.

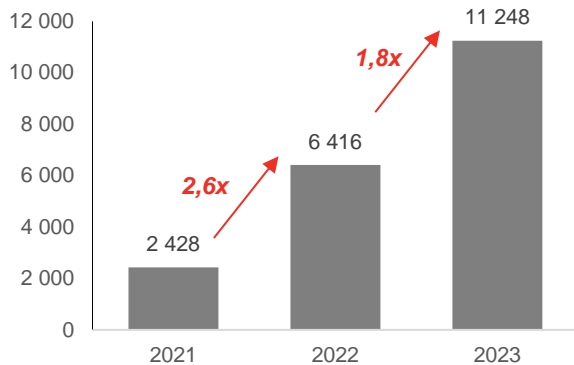
Рис. 8: Примеры реализации крупных проектов миграции на ОС Astra Linux

Заказчик	Срок реализации	Количество лицензий	Комментарий
	2023-2024	56 700	<p>Проект миграции автоматических рабочих мест (АРМ) на ОС Astra Linux</p> <ul style="list-style-type: none"> 48,2 тыс. АРМ переведено, около 8,5 тыс. АРМ – в ближайших планах Помимо миграции проект включает доработку функционала ОС Astra Linux под требования заказчика. В рамках реализации проекта Группа Астра анализирует функциональные требования к планируемым инфраструктурным решениям, их применимость к собственному ПО, активно участвует в формировании архитектуры на базе своих продуктов, создает технические описания и инструкции с учетом ИБ-требований, консультирует по реализации решений и планированию развития инфраструктуры, в том числе гетерогенно.
	2023-2024	80 000+	<p>Проект миграции всех сотрудников банка на ОС Astra Linux Special Edition: приобретение бессрочных лицензий и пакета индивидуальной технической поддержки сроком на два года, в рамках действия которого банк будет получать все необходимые обновления и расширенные услуги сопровождения.</p> <ul style="list-style-type: none"> Внедрение операционной системы происходит по итогам пилотного тестирования, продолжавшегося в течение 2023 года. Первые 3 500 сотрудников различных подразделений банка уже используют ОС Astra Linux в качестве основной ОС. На рабочих местах еще более 30 000 сотрудников были проведены предварительные работы по установке российской ОС. На первом этапе сотрудники банка смогут совмещать работу на старом и на новом ПО. Также был приобретен пакет индивидуальной технической поддержки сроком на 2 года, в рамках действия которого банк будет получать все необходимые обновления и расширенные услуги сопровождения.
	2024	9 000+	<p>Закупка АРМ отечественного производства с предустановленной ОС Astra Linux Special Edition для инфраструктурных и управленческих филиалов компании в Москве, Петербурге, Калининграде, Иркутске, Самаре, Нижнем Новгороде.</p>

Источники: данные компании, Интерфакс, Ведомости

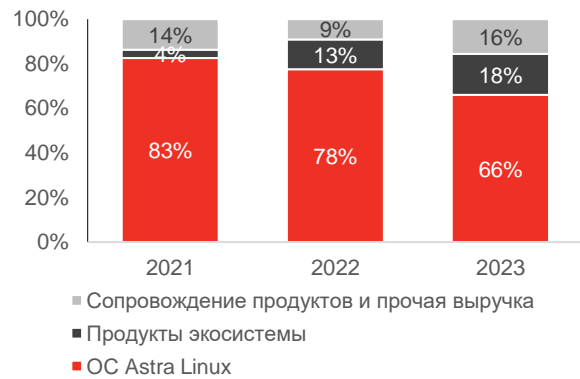
Увеличение числа совместимых решений и доли экосистемных продуктов в выручке. В 2023 г. отгрузки выросли на 75% г/г и превысили 11 млрд руб., выручка увеличилась на 77% г/г до 9,5 млрд руб., что сопоставимо с динамикой сегмента импортозамещенного инфраструктурного ПО: согласно прогнозу *Strategy Partners*, рост рынка в 2023 г. составил 82% до 51 млрд руб. Продажи флагманского продукта ОС Astra Linux выросли в 2023 г. на 51% г/г до 6,3 млрд руб., доходы от продуктов экосистемы - на 142% г/г до 1,75 млрд руб., а выручка от сопровождения продуктов удвоилась по сравнению с 2022 годом. Таким образом, на продажи ОС Astra Linux в прошлом году пришлось 66% выручки по сравнению с 77,5% в 2022 году.

Рис. 9: Динамика отгрузок, млн руб.



Источник: данные Компании

Рис. 10: Динамика структуры выручки



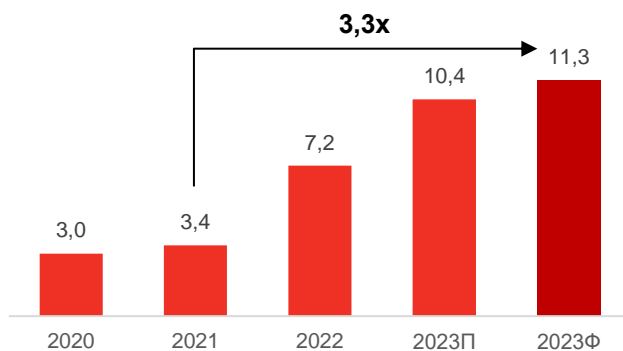
Источник: данные компании

Рост рынка российских операционных систем опережает прогнозы

По оценке Strategy Partners, в 2023 г. рынок российских ОС для ПК и серверов вырос относительно 2022 года на 57% до 11,3 млрд руб. Фактический рост рынка оказался на 9% выше изначальных прогнозов (ожидался рост на 44% до 10,4 млрд руб.) благодаря нескольким факторам:

- повышение технологической зрелости российских ОС и накопление опыта их масштабного внедрения;
- активизация процесса импортозамещения в сегменте средних и крупных компаний, на которые не распространяются регуляторные требования по обязательному переходу на российское ПО. По оценкам, доля этого сегмента достигла 10% рынка. *Strategy Partners* считает, что данный фактор станет дополнительным драйвером роста продаж российских ОС в среднесрочной перспективе, что, на наш взгляд, подразумевает вероятность повышения текущего долгосрочного прогноза рынка;
- сохранение государственного регулирования, направленного на стимулирование импортозамещения: объекты критической информационной инфраструктуры (КИИ) должны быть переведены на российское ПО до 1 января 2025 г.

Рис. 11: Продажи российских ОС для ПК и серверов, млрд руб.

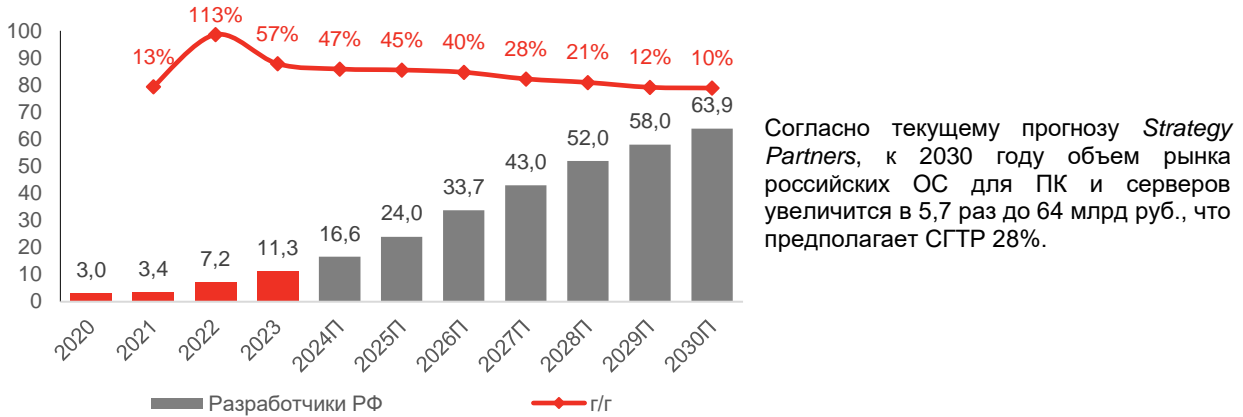


По оценке *Strategy Partners*, в 2023 году рынок российских ОС для ПК и серверов вырос на 57% г/г до 11,3 млрд руб., рост рынка превысил ожидания на 9%.

По сравнению с докризисным 2021 годом спрос на российские ОС вырос в 3,3 раза.

Источник: *Strategy Partners*

Рис. 12: Рынок ОС для ПК и серверов, млрд руб.

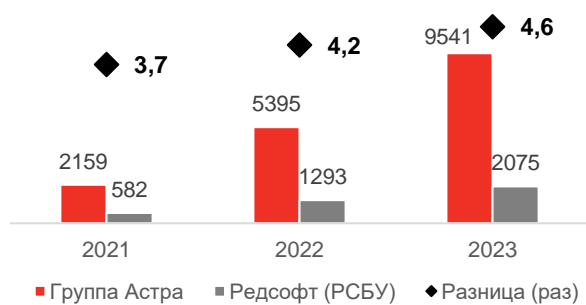


Источник: *Strategy Partners*

Группа Астра укрепляет лидирующие позиции в сегменте импортозамещенных ОС

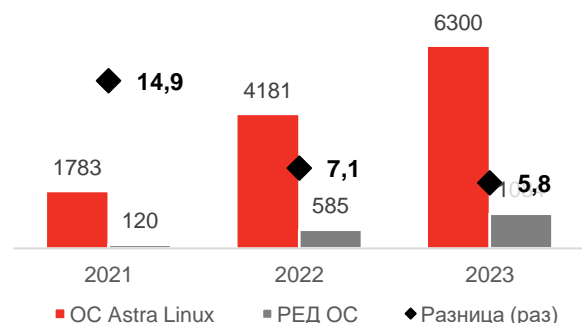
По данным *Strategy Partners*, за прошедший год количество российских ОС в государственном реестре российского ПО почти удвоилось. При этом рынок по-прежнему характеризуется очень высоким уровнем концентрации: на топ-3 разработчиков приходится около 97% рынка. Группа Астра остается абсолютным лидером рынка. По итогам 2023 года ее доля увеличилась на 1,5 п.п. до 76%, означая сохранения кратного разрыва с ближайшими конкурентами. Операционные системы BaseALT и РЕД ОС по итогам 2023 года занимали 11% и 10% рынка соответственно. В 2023 г. инкрементальная выручка от продаж ОС Astra Linux превысила 2,1 млрд руб., в то время как конкурент РЕД СОФТ продемонстрировал рост выручки РЕД ОС всего на 0,5 млрд руб. Наше сравнение общей выручки двух компаний за 2023 год показывает увеличение отрыва Группы Астра – с 4,2 раз в 2022 году до 4,6 раз в прошлом году.

Рис. 13: Сравнение Группы Астра и Ред Софт по выручке (млн руб.)



Источник: данные компаний, Альфа-Банк

Рис. 14: Выручка от продаж операционных систем (млн руб.)

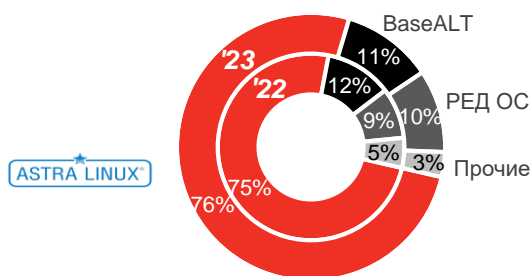


Источник: данные компаний, Альфа-Банк

В апреле 2024 г. *ИТ-маркетплейс Market.CNews* опубликовал рейтинг российских операционных систем на основе сравнения 8 вендоров по ряду критериев, в котором ОС Astra Linux заняла первое место. В данном рейтинге аналитики сопоставили характеристики, системные требования и цены на решения, представленные на отечественном ИТ-рынке. Также учитывалось наличие сертификатов безопасности, длительность тестового периода и его ограничения, количество крупных заказчиков за год, универсальность использования ПО, наличие версий ОС для различных типов устройств,

заказчиков и процессорных архитектур. По каждому из критериев была разработана бальная система оценки. Участники ранжировались по сумме баллов: чем больше итоговая сумма, тем выше место поставщика в рейтинге. Прорыв по таким критериям оценки, как универсальность, распространенность среди крупных заказчиков за 2023 год, минимальные системные требования для ПК и защищенность позволил Группе Астра показать самый высокий результат в рейтинге.

Рис. 15: Доли ключевых игроков по выручке на российском рынке импортозамещенных ОС



Источник: данные компании, Strategy Partners

Рис. 16: Топ-5 операционных систем 2024 г.

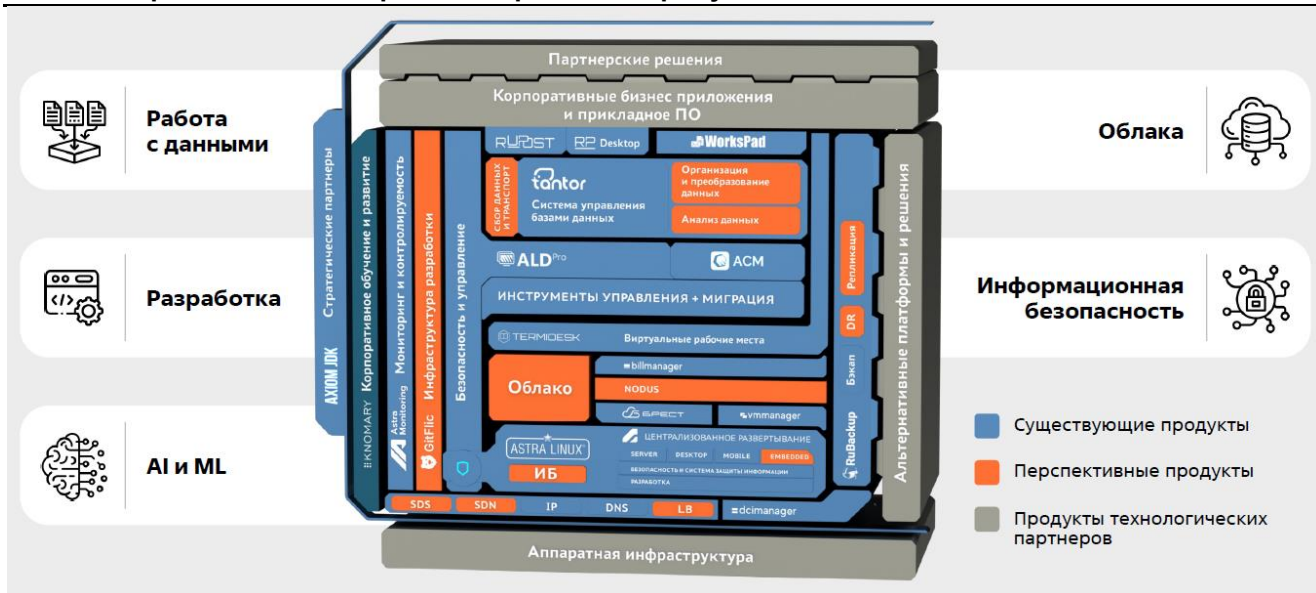
Место	Название компании	Название ОС	Сумма баллов
1	Группа Астра	Astra Linux	806
2	РЕД СОФТ	РЕД ОС	723
3	Базальт	Альт	713
4	НТЦ ИТ РОСА	РОСА	573
5	АО "НППКТ"	Основа	508

Источник: Market.CNews

Приоритет развития - усиление продуктового предложения с учетом долгосрочных трендов рынка

Стратегические приоритеты продуктового развития Группы Астра на ближайшие годы сформулированы с учетом долгосрочных трендов российского ИТ-рынка и предполагают формирование продуктового портфеля таким образом, чтобы максимизировать прибыль после завершения основного этапа программы импортозамещения. В фокусе продуктового развития - облачное инфраструктурное ПО, СУБД и инструменты работы с данными, а также дальнейшее развитие платформы разработки GitFlic и продолжение внедрения технологий искусственного интеллекта и машинного обучения в продукты компании для решения практических задач в разных сценариях.

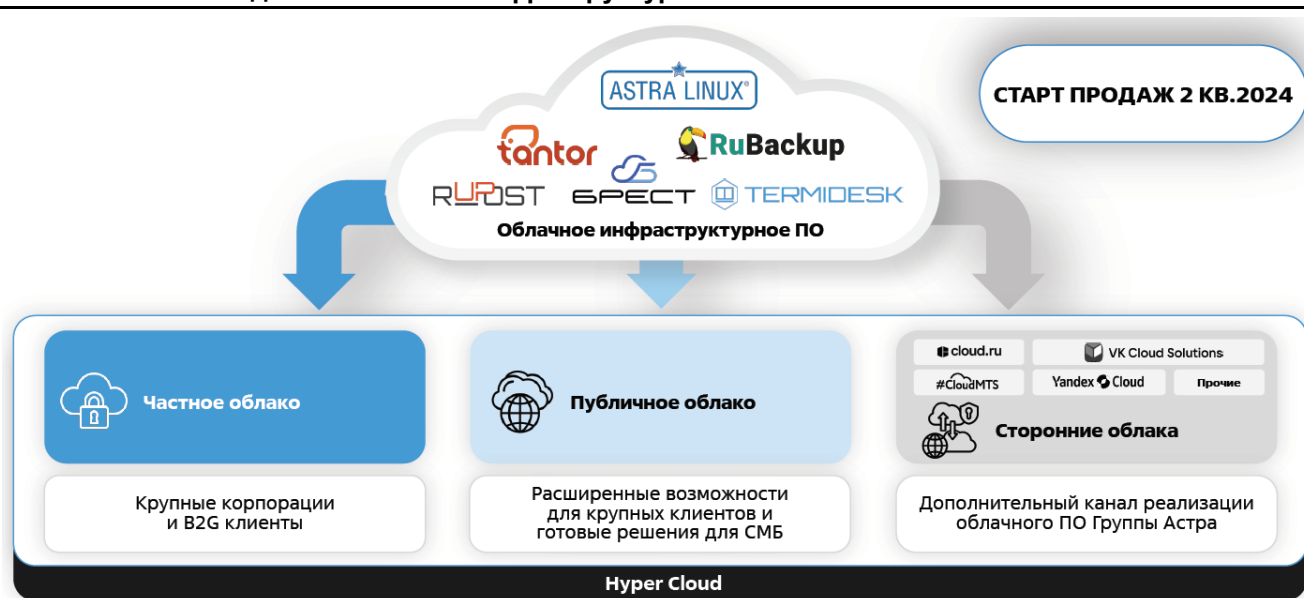
Рис. 17: Перспективные направления развития продуктовой линейки



Источник: данные компании

- (1) **Развитие облачной бизнес-модели соответствует ключевым трендам ИТ-рынка.** На 2K24 запланирован старт продаж облачной платформы Astra Infrastructure Cloud. Целью выхода компании в сегмент облачных технологий является удовлетворение растущего спроса текущих клиентов на облачные решения, переход на подписочную модель SaaS и увеличение рекуррентности выручки, а также обеспечение дополнительного канала взаимодействия с конечными клиентами. Преимущества платформы для заказчиков включают снижение общей стоимости владения инфраструктурными ИТ-решениями, бесшовное масштабирование мощностей при росте бизнеса и высокий уровень защиты информации, интегрированный в облачное ПО. Для максимального охвата заказчиков разного масштаба и отраслевой принадлежности облачная платформа будет реализовываться в гипероблачной среде – через частные, публичные и сторонние облака. Планы компании подразумевают, что уже в 2027 году половина выручки будет приходиться по облачной бизнес-модели.

Рис. 18: Бизнес-модель облачного инфраструктурного ПО



Источник: данные компании

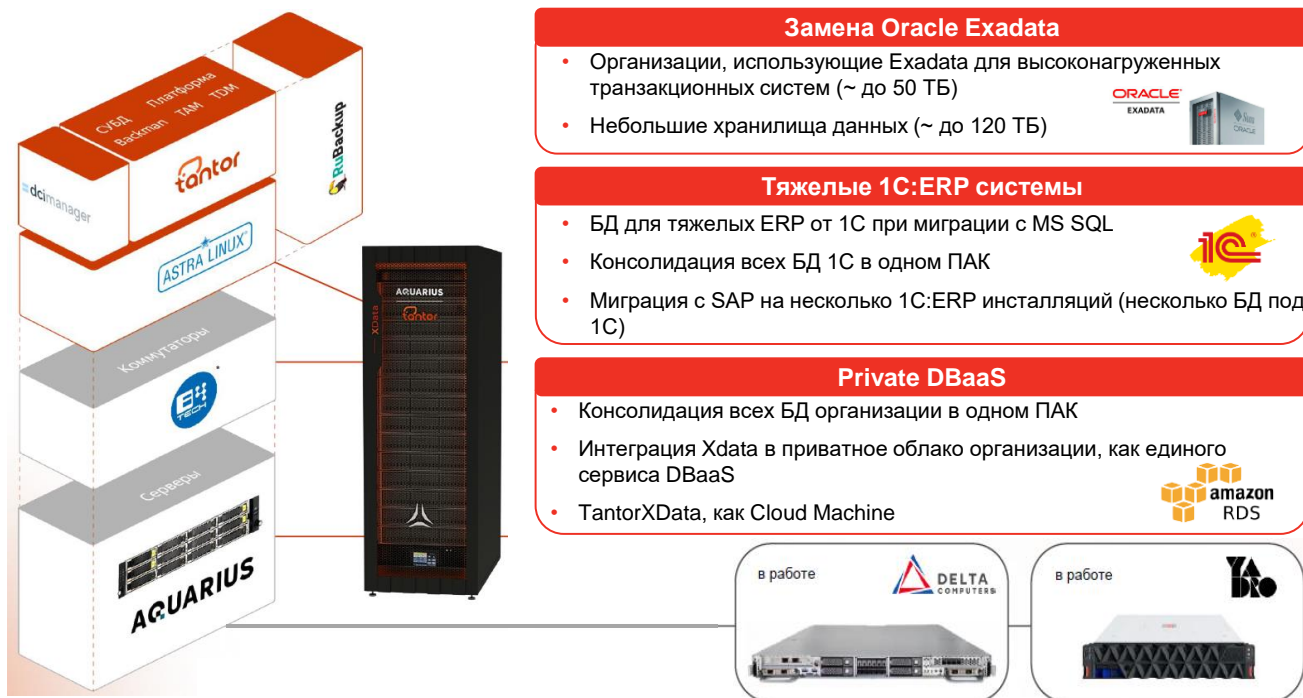
Усиление предложения облачных продуктов через комплементарные сделки M&A. 1 апреля компания заключила несколько опционов на покупку 80% доли в ООО «Виртуальный дата-центр Караван» и ООО «Русоникс», при этом получив право на покупку оставшейся доли (20%). ООО Русоникс (бренд Rusonux) — это провайдер современной облачной инфраструктуры и лидер в области предоставления управляемых услуг (managed services) для e-commerce и медиапроектов. Клиентская база компании насчитывает более 30 000 организаций – это интернет-магазины, банки, ритейл, медиабизнес и производственные предприятия. ООО «ВДЦ Караван» также специализируется на предоставлении облачных технологий, услуг и инфраструктуры, база клиентов превышает 5 тыс. компаний. По итогам 2022 года выручка "Русоникс" составила 206 млн рублей, а чистая прибыль - 46 млн рублей. По итогам 2022 года выручка "ВДЦ Караван" составила 37 млн рублей, а чистая прибыль - 22 млн рублей.

Приобретение ООО «Русоникс» и ООО «ВДЦ Караван» позволит Группе Астра усилить присутствие в сегменте СМБ. Клиенты из данного сегмента смогут получать в облаке доступ как к продуктам, так и к услугам сопровождения. Это предложение является крайне востребованным на рынке, так как быстро и с минимальными рисками перевести ИТ-инфраструктуру на отечественные ИТ-решения можно лишь при наличии штата квалифицированных профильных специалистов, которым располагают далеко не все средние компании. Еще одним значимым

направлением становится развитие и усиление сотрудничества с ключевыми облачными провайдерами. Цель этого взаимодействия состоит в том, чтобы предоставлять из их облаков ПО и сервисы Группы Астра. Благодаря такой кооперации российские компании смогут строить распределенные отказоустойчивые инфраструктуры на базе единого стека продуктов.

- (2) **СУБД и инструменты работы с данными.** На 3К24 запланирован старт продаж нового программно-аппаратного комплекса (ПАК) Tantor XData, реализованного на отечественных технологиях. Tantor XData представляет собой современную высокопроизводительную машину баз данных, которая предоставляет максимальную операционную эффективность для смешанных аналитических и транзакционных нагрузок и обеспечивает устранение избыточной сложности ИТ инфраструктуры наряду с лучшей масштабируемостью, безопасностью и защитой данных, а также более удобную и быструю поддержку. Решение реализуется на базе ПО Группы Астра и серверного оборудования одного из ведущих российских разработчиков, производителей и поставщиков компьютерной техники и ИТ-решений компании «Аквариус». Также в процессе разработки находятся аналогичные ПАК на базе оборудования Delta Computers и Yadro. ОС Astra Linux является основой работы СУБД и других серверов, другой продукт компании – DCI Manager – обеспечивает единую точку управления оборудованием. Решение также предусматривает возможность интеграции с внешней системой резервного копирования RuBackup. Архитектура Tantor XData уже проработана для двух- или четырехпроцессорных серверов с архитектурой ARM на Байкал-S. Перспективный план развития продукта на 2025-2026 гг. предусматривает выпуск Tantor XData на отечественном процессоре ARM64, что обеспечит более высокий уровень технологического суверенитета.

Рис. 19: Основные кейсы применения Tantor XData



Источник: данные компании

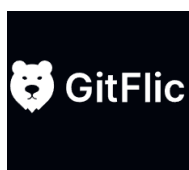
Рис. 20: План развития продукта Tantor XData



Источник: данные компании

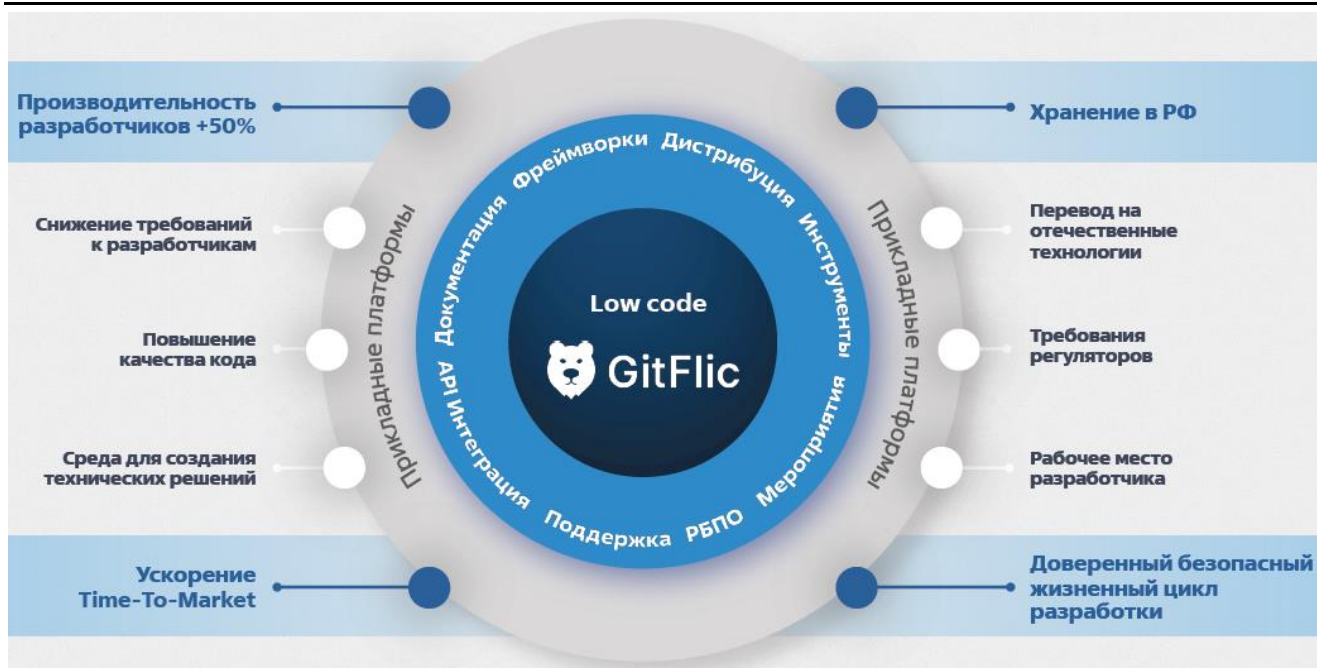
(3) Стратегическое развитие в сегменте инфраструктуры разработки на базе платформы GitFlic. В августе 2023 г. в контур Группы Астра вошло ООО «РеСолют», разработчик GitFlic — сервиса для работы с исходным кодом и его хранения. GitFlic — это первый российский сервис для хранения репозитория с исходным кодом, полностью самостоятельная разработка, ориентированная на тесно связанные с созданием ПО госкомпании и частный бизнес любого масштаба: от крупных предприятий до небольших команд. Развитие продукта ведется более трех лет, и за это время он стал полноценным инструментом, который может заменить зарубежные GitLab, GitHub и BitBucket. На данный момент решение представлено в двух вариантах: облачном (SaaS) и для установки на собственные сервера клиентов (Self-hosted). В GitFlic реализованы все основные востребованные рынком возможности: создание и управление разработкой, непрерывная интеграция (CI), обеспечение безопасности, непрерывная доставка (CD), реестр пакетов (аналог Nexus, Artifactory и т.п.) и многое другое. Команда проекта активно дорабатывает функциональную часть и интерфейсы, чтобы продукт в полной мере удовлетворял потребности заказчиков и в итоге стал единой площадкой для разработчиков в России. Ниже представлен график расширения функционала платформы. В начале апреля был анонсирован выпуск версии GitFlic 3.0.1.

Рис. 21: План развития платформы GitFlic на 2024 год



Источник: данные компании

Рис. 22: Описание платформы GitFlic



Источник: данные компании

Трехкратный рост за два года

Бизнес-план менеджмента предполагает увеличение бизнеса Группы в три раза за два года. Целью является трехкратный рост между 2023 и 2025 годами всех ключевых финансовых параметров, при этом ключевым KPI является рост чистой прибыли. В таблице ниже представлен наш обновленный прогноз основных финансовых показателей на 2024-2026 годы.

Таблица 23: Прогноз основных финансовых показателей

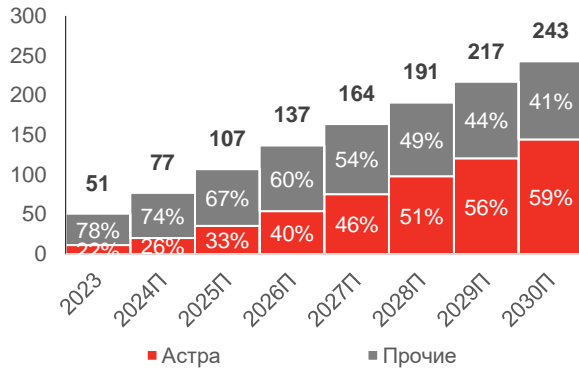
Млн руб.	2023	2024П	2025П	2026П	Рост 2025/2023
Отгрузки	11 248	20 246	35 431	54 210	3,15x
а/г	75%	80%	75%	53%	
Выручка	9 541	17 173	30 053	45 981	3,15x
ЕВИТДА	4 155	7 602	13 377	21 735	3,22x
Рентабельность	44%	44%	45%	47%	
ЕВИТДА скорр.	2 812	5 118	9 029	16 907	3,21x
Рентабельность	29%	30%	30%	37%	
Чистая прибыль	3 638	7 155	12 627	20 678	3,47x
Рентабельность	38%	42%	42%	45%	
Чистая прибыль скорр.	3 309	5 511	9 751	17 484	2,95x
Рентабельность	35%	32%	32%	38%	

Источник: данные компании, Альфа-Банка

Наш долгосрочный прогноз предполагает сохранение доли компании на рынке импортозамещенных ОС на уровне 76-77%, а также значительное увеличение доли на широком рынке инфраструктурного ПО за счет дальнейшего расширения продуктового портфеля и возможностей кросс-продаж продуктов у клиентов.

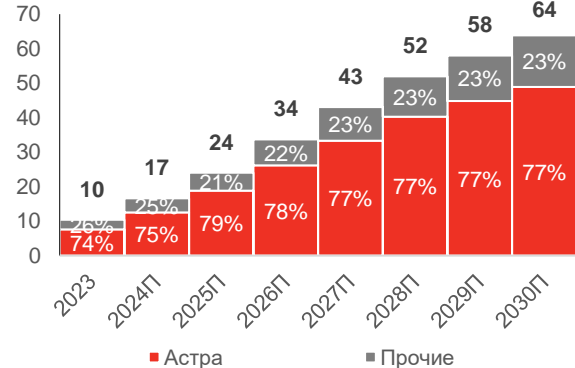


Рис. 24: Рынок инфраструктурного ПО (разработчики РФ), млрд руб.



Источник: данные компании, Strategy Partners

Рис. 25: Рынок ОС (разработчики РФ), млрд руб.



Источник: данные компании, Strategy Partners

Амбициозные планы развития подкрепляются запуском мотивационной программы для ключевых сотрудников. Группа Астра анонсировала запуск программы мотивации сотрудников сроком на 2 года (что соответствует сроку достижения ключевой цели). В программе участвуют 130+ топ-менеджеров и ключевых сотрудников. Общий размер программы мотивации составит 2 млн акций из квазиказначейского пакета. Это означает, что дополнительная эмиссия проводиться не будет, сотрудники получают основную часть акций только после защиты KPI – по итогам 2025 года, до этого бумаги будет оставаться на балансе компании.

Рис. 26: График корпоративных событий на 2024 год

Период	Событие
Май (предварительно)	Рекомендация СД по дивидендам за 2023 г.
Май-июнь	Операционные результаты за I квартал 2024 г.
Июнь	Годовое общее собрание акционеров (ГОСА)
Начало сентября	Публикация консолидированной аудированной отчетности по МСФО за II квартал и 6 месяцев 2024 года
Начало ноября	Публикация аудированной консолидированной отчетности за III квартал 2024 года

Источник: данные компании

Целевая цена на 12М повышена на 9% до 647 руб.; подтверждаем рекомендацию НА УРОВНЕ РЫНКА

При определении справедливой стоимости бизнеса (EV) и акционерного капитала Группы Астра мы использовали стандартный подход к оценке стоимости – сравнительный анализ (на базе мультипликаторов торгуемых компаний-аналогов) и метод дисконтированных денежных потоков (ДДП).

Сравнительный анализ: мультипликаторы торгуемых компаний-аналогов

Мы рассматриваем мультипликатор EV/EBITDA как наиболее корректную метрику для определения справедливой стоимости бизнеса и акционерного капитала Компании в рамках применения метода мультипликаторов торгуемых компаний-аналогов. В качестве компаний-аналогов Группы Астра мы рассматриваем публичные компании российского технологического сектора, а также пять глобальных компаний-вендоров инфраструктурного ПО, по отношению к продуктам которых продукты Группы Астра являются заместителями. Мы рассматриваем ПАО «Группа Позитив» (Positive Technologies, MOEX: POSI, Под пересмотром) в качестве наиболее близкой компании-аналога Группы Астра. В таблицах ниже представлены прогнозные рыночные мультипликаторы EV/EBITDA на 2023-2025 годы российских компаний-аналогов технологического сектора и зарубежных компаний-аналогов. Мы используем рыночные мультипликаторы на базе текущих рыночных цен.

Таблица 27: Мультипликатор EV/EBITDA российских компаний-аналогов сектора

Компания	Тикер	Текущая цена руб.	Рыночная капитализация, млрд руб.	EV млрд руб.	EV/EBITDA '23П	EV/EBITDA '24П	EV/EBITDA '25П	2022-25П СГТР выручки	2023-25П сред. маржа EBITDA	Див. доходность 23П	Див. доходность 24П
Группа Астра	ASTR	627,1	131,7	131,8	31,72x	17,33x	9,85x	77,3%	44,3%	1,2%	2,1%
Positive Technologies	POSI	2835,8	187,2	191,2	17,66x	9,00x	5,03x	76,1%	50,2%	4,2%	8,0%
Премия/дисконт ASTR к POSI					80%	93%	96%				
Yandex	YNDX	3980,0	1438,7	1483,7	15,30x	9,59x	6,35x	46,3%	13,5%	0,0%	0,0%
VK Group	VKCO	604,6	136,7	253,6	512,32x	23,25x	9,90x	29,4%	7,2%	0,0%	0,0%
HeadHunter	HHRU	4665,0	236,2	216,7	12,47x	9,91x	7,88x	39,1%	57,3%	0,0%	0,0%
Cian	CIAN	866,6	60,6	54,3	17,92x	11,18x	7,53x	37,4%	30,7%	0,0%	0,0%
Медиана (без учета Positive Technologies)					16,61x	10,55x	7,70x	38,2%	22,1%		
Премия/дисконт к российским аналогам (без учета POSI)					91%	64%	28%				

Источники: данные компаний, Мосбиржа, Альфа-Банк

Мы отмечаем, что по мультипликатору EV/EBITDA акции Группы Астра торгуются с существенной премией к российским компаниям технологического сектора. Мы объясняем это текущей низкой оценкой аналогов в связи с процессами редомициляции/реорганизации бизнеса (YNDX, HHRU), риском размытия стоимости в результате дополнительной эмиссии акций (POSI), высокими инвестициями в развитие, отсутствием долгосрочной стратегии развития и слабой коммуникацией с рыночными инвесторами (VKCO).

Таблица 28: Мультипликатор EV/EBITDA зарубежных компаний-аналогов

Компания	Тикер	Текущая цена долл. США	Рыночная капитализация, млрд долл. США	EV млрд долл. США	EV/EBITDA '23П	EV/EBITDA '24П	EV/EBITDA '25П	2022-25П СГТР выручки	2023-25П сред. маржа EBITDA	Див. доходность 23П	Див. доходность 24П
Microsoft	MSFT	423,3	3145,0	3175,3	31,0x	24,7x	21,5x	9,7%	51,5%	0,7%	0,8%
IBM	IBM	186,0	170,6	217,1	14,0x	14,5x	13,8x	3,2%	24,0%	3,6%	3,6%
Oracle	ORCL	121,8	334,6	413,3	15,7x	15,9x	14,3x	5,0%	49,3%	1,3%	1,4%
Commvault	CVLT	96,5	4,2	3,9	21,7x	20,1x	17,4x	6,9%	22,7%	0,0%	0,0%
HP Enterprise	HPE	18,0	23,4	32,5	6,2x	5,8x	5,4x	2,1%	19,0%	2,8%	3,0%
Медиана					15,7x	15,9x	14,3x	5,0%	24,0%		
Премия/дисконт ASTR к зарубежным аналогам					101%	9%	-31%				

Источники: данные компаний, Investing.com, Альфа-Банк

В таблице ниже представлен расчет диапазона стоимости бизнеса (EV) Группы Астра методом рыночных мультипликаторов компаний-аналогов. В результате применения метода рыночных мультипликаторов компаний-аналогов на 2024-2025П мы определили диапазон справедливой стоимости бизнеса (EV) Группы Астра на уровне от 103,06-120,53 млрд руб.

Таблица 29: Расчет диапазона стоимости бизнеса (EV) Группы Астра методом рыночных мультипликаторов компаний-аналогов

Млрд руб.	2024П	2025П
EV/EBITDA:		
Positive Technologies	9,00x	5,03x
Российские компании-аналоги	10,55x	7,70x
Зарубежные компании-аналоги	15,85x	14,32x
EBITDA Группы Астра	7,60	13,38
EV Группы Астра		
Positive Technologies	68,41	67,33
Российские компании-аналоги	80,19	103,06
Зарубежные компании-аналоги	120,53	191,59
Финальный диапазон EV по мультипликатору EV/EBITDA	103,06	120,53

Источники: данные Компании, Мосбуржа, Investing.com, Альфа-Банк

Метод дисконтированных денежных потоков

В таблице ниже приведены основные метрики, использованные нами для целей дисконтирования денежных потоков.

Таблица 30: Основные метрики, использованные при ДДП

Метрика	Значение
Прогнозный период	Семь лет с 1 января 2024 г. по 31 декабря 2030 г.
Функциональная валюта	Российский рубль
WACC / Средневзвешенная ставка дисконтирования	23,1% в рублях
TGR / Темп роста в терминальном периоде	7,0%
Допущения, использованные при расчете денежного потока в терминальном периоде	1. EBITDA скорр. маржа 54,1% - на уровне последнего прогнозного года
	2. 3,0% эффективная ставка налога на прибыль
	3. 5,0% отношение затрат на создание и приобретение НМА и ОС к выручке
	4. величина амортизационных отчислений и износа ОС и НМА соответствует величине капитальных вложений
Корректировки, использованные при переходе от справедливой стоимости бизнеса (EV) к справедливой стоимости акционерного капитала (shareholder equity)	Фактический чистый долг по состоянию на 31 декабря 2023 г. в размере 94 млн руб.

Источники: данные Компании, Альфа-Банк

В таблице ниже приведен расчет стоимости бизнеса (EV) Группы Астра методом дисконтированных денежных потоков (DCF).

Таблица 31: Расчет стоимости бизнеса (EV) методом дисконтированных денежных потоков (DCF)

Млрд руб.	2024П	2025П	2026Е	2027П	2028П	2029П	2030П	Терминаль- ный период
Выручка	17,17	30,05	45,98	63,91	83,09	102,20	122,64	131,22
Валовая прибыль	12,74	22,39	34,72	48,73	63,98	79,46	96,27	103,01
ЕБИТДА	7,60	13,38	21,74	31,25	41,99	53,42	66,30	55,69
ЕБИТДА маржа	44,3%	44,5%	47,3%	48,9%	50,5%	52,3%	54,1%	54,1%
Амортизация ОС и НМА	0,71	1,07	1,64	2,38	3,26	4,30	5,58	6,56
ЕБИТ	6,90	12,31	20,10	28,86	38,73	49,12	60,72	49,13
(плюс) Амортизация ОС и НМА	0,71	1,07	1,64	2,38	3,26	4,30	5,58	6,56
(минус) Налог на прибыль	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,02)	(0,03)	(0,04)	(0,05)	(1,47)
(минус) Приобретение ОС и НМА	(2,48)	(4,35)	(4,83)	(5,43)	(6,65)	(8,18)	(9,81)	(6,56)
(плюс) Нетто изменение оборотного капитала	(1,85)	(2,07)	(2,55)	(2,01)	(2,41)	(1,49)	(2,25)	(2,40)
Денежный поток фирмы	3,27	6,95	14,34	23,78	32,91	43,72	54,20	45,25
Терминальный темп роста (TGR)	7,00%							
WACC	23,10%							
Период дисконтирования	0,28	1,28	2,28	3,28	4,28	5,28	6,28	
Фактор дисконтирования	0,944	0,767	0,623	0,506	0,411	0,334	0,271	0,271
Дисконтированный денежный поток	3,08	5,33	8,93	12,03	13,53	14,60	14,70	
Приведенная стоимость дисконтированного денежного потока	72,19							
Терминальная стоимость	76,23							
Стоимость бизнеса (EV)	148,42							
Вмененный мультипликатор EV/ЕБИТДА	19,52x	11,10x	6,83x	4,75x	3,53x	2,78x	2,24x	

Источник: Альфа-Банк

В таблице ниже представлен расчет чувствительности полученного результата стоимости бизнеса (EV) к метрикам дисконтирования – WACC и терминальному темпу роста.

Таблица 32: Чувствительность результата стоимости бизнеса (EV) к метрикам дисконтирования

TGR	Млрд руб.	WACC								
		21,1%	21,6%	22,1%	22,6%	23,10%	23,6%	24,1%	24,6%	25,1%
5,5%	163,2	157,1	151,4	146,0	140,9	136,2	131,7	127,4	123,4	
6,0%	166,5	160,1	154,1	148,5	143,3	138,4	133,7	129,3	125,1	
6,5%	169,9	163,3	157,1	151,2	145,8	140,6	135,8	131,3	127,0	
7,0%	173,7	166,7	160,2	154,1	148,4	143,1	138,1	133,3	128,9	
7,5%	177,7	170,4	163,5	157,2	151,2	145,7	140,4	135,5	130,9	
8,0%	182,0	174,3	167,1	160,4	154,2	148,4	143,0	137,9	133,1	
8,5%	186,7	178,5	171,0	163,9	157,4	151,4	145,7	140,4	135,4	

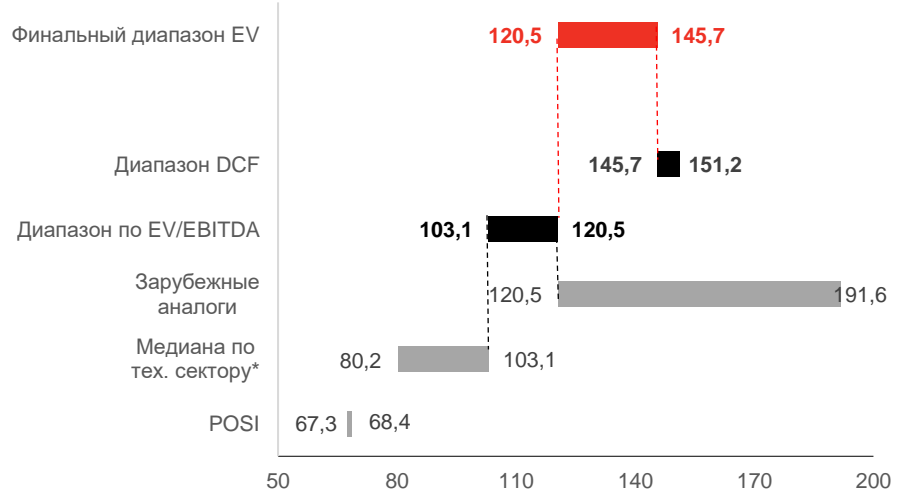
Источник: Альфа-Банк

В результате применения метода ДДП мы определили диапазон справедливой стоимости бизнеса (EV) Группы Астра на уровне от 145,7-151,2 млрд руб.

Определение справедливой стоимости бизнеса и 100% акционерного капитала

В результате применения метода ДДП и метода рыночных мультипликаторов компаний-аналогов мы определили финальный диапазон справедливой стоимости бизнеса (EV) Группы Астра на уровне от 120,5-145,7 млрд руб. (см. рис. ниже). Диапазон образован верхней точкой оценки по методу мультипликаторов и нижней точкой оценки по методу ДДП.

Таблица 33: Определение диапазона справедливой стоимости бизнеса (EV) Группы Астра, млрд руб.



* Без учета Positive Technologies
 Источник: Альфа-Банк

Наша оценка справедливой стоимости 100% акционерного капитала и целевая цена на 12 месяцев базируются на среднем значении полученного выше диапазона EV, которое составило 135,9 млрд руб. Наша целевая цена по акциям Группы Астра составляет **647 руб.**, что на 3% выше текущей рыночной котировки и соответствует рекомендации **НА УРОВНЕ РЫНКА**.

Таблица 34: Определение справедливой стоимости 100% акционерного капитала и целевой цены в расчете на одну акцию

Млрд руб.	Мин.	Среднее	Макс.
Диапазон EV по мультипликатору EV/EBITDA	103,1		120,5
Диапазон EV по DCF	145,7		151,2
Финальный диапазон EV	120,5		145,7
EV		135,9	
Чистый долг на 31 декабря 2023 г.		0,09	
100% акционерного капитала		135,8	
Количество акций, млн		210	
Целевая цена, руб./АО		647	
Потенциал роста		3%	

Вмененные мультипликаторы	2023П	2024П	2025П
EV/EBITDA	32,7x	17,9x	4,5x
PE	37,3x	19,0x	10,8x
Премия к медианному мультипликатору EV/EBITDA			
Positive Technologies	85%	99%	102%
Российские компании-аналоги	97%	69%	32%
Зарубежные компании-аналоги	108%	13%	-29%

Источник: Мосбиржа, Альфа-Банк



Таблица 35: Финансовый прогноз

ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ										
Наименование компании:	АО Группа Астра					Целевая цена Руб./АО 647				
Тикер (МОЕХ):	ASTR	Текущая цена Руб./АО 627				Вмененные мультипликаторы:				
Сектор:	ИТ	Рейтинг			На уровне рынка	P / E	'23П	'24П	'25П	
Рын. капитализация, млрд руб.	132	Потенциал роста			3%	EV / EBITDA	17,9x	10,2x	6,3x	
Доля акций в свободном обращении	5%					EV / Выручка	7,9x	4,5x	3,0x	
БАЛАНС, млн руб.	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ОС и НМА	465	1 143	3 291	5 070	8 352	11 544	14 594	17 977	21 850	26 081
Прочие долгосрочные активы	490	772	1 597	1 597	1 597	1 597	1 597	1 597	1 597	1 597
Запасы	7	9	7	12	22	33	46	60	73	88
Торговая и прочая дебиторская задолженность	1 065	3 441	4 790	9 940	15 688	23 064	30 162	38 201	44 864	53 587
Денежные средства и эквиваленты	116	698	2 640	3 376	5 775	10 122	21 790	38 564	62 181	92 035
Прочие краткосрочные активы	3	36	24	24	24	24	24	24	24	24
Всего активы	2 147	6 100	12 350	20 020	31 458	46 384	68 213	96 423	130 590	173 413
Краткосрочные кредиты и займы	294	1	889	889	889	889	889	889	889	889
Торговая и прочая кредиторская задолженность	427	1 154	1 416	3 351	4 903	7 411	9 662	12 453	14 622	17 681
Прочие краткосрочные обязательства	608	2 193	2 034	3 371	5 504	7 833	10 678	13 534	16 553	19 987
Долгосрочные кредиты и займы	0	614	1 846	1 846	1 846	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	692	676	1 406	1 406	1 406	1 406	1 406	1 406	1 406	1 406
Всего обязательства	2 022	4 637	7 591	10 862	14 548	17 538	22 635	28 282	33 470	39 963
Акционерный капитал	125	1 463	4 759	9 158	16 910	28 846	45 578	68 141	97 120	133 450
Всего обязательства и акционерный капитал	2 147	6 100	12 350	20 020	31 458	46 384	68 213	96 423	130 590	173 413
Чистый долг (ден. средства)	178	(82)	94	(641)	(3 041)	(9 233)	(20 901)	(37 675)	(61 292)	(91 146)
Чистый долг / 12М EBITDA	0,16x	(0,03x)	0,02x	(0,08x)	(0,23x)	(0,42x)	(0,67x)	(0,90x)	(1,15x)	(1,37x)
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, млн руб.	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	2 159	5 395	9 541	17 173	30 053	45 981	63 913	83 087	102 197	122 637
Себестоимость	(434)	(922)	(2 411)	(4 431)	(7 663)	(11 265)	(15 179)	(19 110)	(22 739)	(26 367)
Валовая прибыль	1 725	4 473	7 130	12 742	22 389	34 715	48 734	63 977	79 458	96 270
Валовая рентабельность	79,9%	82,9%	74,7%	74,2%	74,5%	75,5%	76,3%	77,0%	77,8%	78,5%
Коммерч., админ. и прочие операционные расходы и доходы	(693)	(1 676)	(3 042)	(5 845)	(10 079)	(14 616)	(19 869)	(25 248)	(30 340)	(35 549)
EBITDA	1 082	2 887	4 155	7 602	13 377	21 735	31 247	41 993	53 421	66 300
EBITDA маржа	50,1%	53,5%	43,5%	44,3%	44,5%	47,3%	48,9%	50,5%	52,3%	54,1%
EBITDA скорр.	789	2 246	2 812	5 118	9 029	16 907	25 815	35 346	45 245	56 489
EBITDA скорр. маржа	36,5%	41,6%	29,5%	29,8%	30,0%	36,8%	40,4%	42,5%	44,3%	46,1%
Амортизация ОС, НМА и прочих активов	(125)	(211)	(291)	(705)	(1 067)	(1 636)	(2 383)	(3 264)	(4 302)	(5 580)
Финансовые расходы и доходы, нетто	153	360	311	263	326	593	1 027	2 029	3 469	5 496
Прочие неоперационные доходы и расходы	(75)	(54)	(156)	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	1 110	3 103	4 243	7 160	12 636	20 692	29 892	40 758	52 587	66 216
Налог на прибыль	(31)	(29)	76	(5)	(9)	(15)	(21)	(29)	(37)	(47)
Чистая прибыль	1 079	3 074	4 319	7 155	12 627	20 678	29 871	40 729	52 550	66 169
Рентабельность по чистой прибыли	50,0%	57,0%	45,3%	41,7%	42,0%	45,0%	46,7%	49,0%	51,4%	54,0%
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, млн руб.	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Чистые денежные потоки от операционной деятельности	833	1 862	3 448	6 014	11 623	19 762	30 239	41 587	55 363	69 504
Приобретение и создание ОС, НМА и дочерних компаний	(294)	(947)	(1 199)	(2 485)	(4 348)	(4 828)	(5 433)	(6 647)	(8 176)	(9 811)
Чистые денежные потоки от инвестиционной деятельности	(794)	(1 078)	(2 584)	(2 485)	(4 348)	(4 828)	(5 433)	(6 647)	(8 176)	(9 811)
Дивиденды акционерам	(126)	(567)	(1 131)	(2 794)	(4 875)	(8 742)	(13 138)	(18 166)	(23 571)	(29 839)
Чистые денежные потоки от финансовой деятельности	(141)	(203)	1 083	(2 794)	(4 875)	(10 588)	(13 138)	(18 166)	(23 571)	(29 839)
Чистое изменение денежных средств и их эквивалентов	(103)	581	1 947	735	2 400	4 347	11 668	16 774	23 617	29 854
Чистый денежный поток (ОДП - ЧДП)	39	784	864	3 529	7 275	14 934	24 806	34 940	47 187	59 693
ОЦЕНКА	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
EV/выручка (x)	61,0x	24,4x	13,8x	7,7x	4,4x	2,9x	2,1x	1,6x	1,3x	1,1x
EV/EBITDA (x)	121,8x	45,6x	31,7x	17,3x	9,9x	6,1x	4,2x	3,1x	2,5x	2,0x
P/E (x)	122,0x	42,8x	30,5x	18,4x	10,4x	6,4x	4,4x	3,2x	2,5x	2,0x
Див. доходность к текущей цене (%)				2%	4%	7%	10%	14%	18%	23%

Источники: данные Компании, Альфа-Банк



Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник управления Акции
+7 (495) 783 5101

Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru

Управление аналитики

Начальник управления

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D.

norlova@alfabank.ru
+ 7 (495) 795-3677

Валерия Кобяк

vkobyak@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Полина Яковлева

poyakovleva@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 6336)

Рынок акций

Стратегия

Джон Волш

jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

TMT, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова

akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Елизавета Дегтярева

edegtyareva@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Финансы

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Нефть и Газ

Никита Блохин

nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Электроэнергетика

Анастасия Егазарян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

Потребительский

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Редактор

Максим Сухманский

msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев

didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазарян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

Недвижимость

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

Долговой рынок

Мария Радченко

mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Никита Еуров

neurov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

Александр Зоров

azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115

РЕПО

Олег Морозов

omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Анастасия Полтавская

apoltavskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

Альфа Директ

+7 (495) 786-4886

Торговые операции

Артем Белобров

abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров

makaroviv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

© Альфа-Банк, 2024 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.