

Группа «Астра»

Лидер на рынке
инфраструктурного ПО
в России

2 МАЯ 2024



Российская ОС с наиболее развитой экосистемой инфраструктурного ПО

Мы начинаем покрытие Группы «Астра» с целевой ценой на 12 месяцев 648 рублей за акцию и оценкой «ДЕРЖАТЬ».

- **Астра – лидер на рынке российского инфраструктурного ПО**, который, по оценкам Strategy Partners, в 2022–2030 годах будет расти на 31% в год. Целевые сегменты потребителей (государственные структуры и корпорации, крупные частные компании) комплексного продуктового предложения и сервисных услуг Группы «Астра» занимают более 70% целевого инфраструктурного сегмента ИТ-рынка.
- **Результаты нашего анализа Группы «Астра»**, а также фундаментальные предпосылки для роста российского ИТ-рынка в целом и сегмента инфраструктурного ПО в частности дают основания для позитивного взгляда на бизнес компании на долгосрочном горизонте.
- **Компания имеет сильные перспективы роста благодаря таким факторам**, как импортозамещение ПО, господдержка сектора, а также комплексное предложение, глубокие знания и большой опыт в сегменте ОС и инфраструктурного ПО.
- **Группа «Астра» занимает прочные позиции на рынке ОС**, имеет диверсифицированный портфель инфраструктурных решений, а также обширную базу клиентов, что в текущей ситуации поможет укрепить ее положение на рынке. Мы ожидаем, что в 2024–2030 гг. группа сможет увеличивать выручку в среднем на 40% в год и сохранить высокий уровень доходности.
- **Астра стремится инвестировать в новые направления роста и развивает портфель инфраструктурных продуктов**, которые формируют экосистемное предложение и помогают расширить охват целевого ИТ-рынка. Мы ожидаем, что рентабельность группы по EBITDAC увеличится с текущих 28,8% в 2023 году до 35,7% в 2030 из-за сокращения (относительно выручки) доли расходов на разработку продуктов за счет окончания активного инвестиционного цикла в среднесрочном периоде, а также положительного эффекта операционного рычага.
- **Среди факторов риска мы отмечаем потенциальное возвращение международных участников на российский рынок**, сокращение господдержки российских компаний на ИТ-рынке, усиление конкуренции со стороны крупных игроков, дефицит ИТ-кадров и, как следствие, опережающий рост затрат на персонал. Кроме того, следует учитывать риски неэффективности собственных разработок, логистические и юридические сложности ведения бизнеса.

Инвестиционная привлекательность

Астра – лидер в сегменте ОС и инфраструктурного ПО на российском ИТ-рынке. Группе «Астра» принадлежит наиболее популярная, проработанная и защищенная среди российских операционная система (ОС). Компания стремится инвестировать в новые направления роста, которые расширяют экосистемное предложение за счет инфраструктурного ПО (в их числе системы хранения данных (СХД), системы управления базами данных (СУБД), виртуализация и прочие услуги). Компания развивается опережающими темпами за счет сильного ядра ОС, широкой линейки экосистемного ПО и высокого качества услуг.

Мы полагаем, что с учетом существенных изменений на российском ИТ-рынке стратегия развития – от поставщика ОС к комплексному экосистемному предложению, охватывающему широкий спектр инфраструктурного ПО, – может позволить компании стать системообразующей.

Мы прогнозируем, что в 2024–2030 гг. Группа «Астра» сможет наращивать выручку в среднем на 40% в год, валовую прибыль – на 39% в год, а к 2030 году увеличит рыночную долю в сегменте инфраструктурного ПО до 39% с текущих 19%. Показатели EBITDA (EBITDAC) и чистой прибыли (НИС), скорректированные на размер капиталовложений в разработку ПО, как ожидается, будут расти в среднем соответственно на 45% и 44% в год. В долгосрочной перспективе мы ожидаем повышения рентабельности как по EBITDAC (на 4 п. п. до 36%), так и по НИС (на 7 п. п. до 40%).

Мы выделяем пять основных факторов, влияющих на развитие бизнеса компании в ближайшем будущем: 1) высокие темпы роста целевого рынка, 2) сохранение статуса лидера в отрасли, 3) доходность услуг компании, 4) рост предложения экосистемного ПО, 5) стабильность господдержки для ИТ-сектора.

- **Высокие темпы роста целевого рынка.** Среднегодовой рост рынка инфраструктурных решений российских разработчиков составит более 31% за период с 2022 по 2030 год.

Крупнейшие сегменты инфраструктурного ПО – операционные системы (ОС) и СУБД – по оценкам SP, будут расти соответственно на 18% и 15% в год. Среднегодовой темп роста рынка отечественных ОС и СУБД в период с 2022 по 2030 год составит соответственно 32% и 27%.

- **Сохранение статуса лидера.** В сегменте операционных систем Группа «Астра» занимает лидирующие позиции – ее доля на рынке достигает 75% по отгрузкам на конец 2022 года и планирует увеличить долю рынка до 80% к 2030 году.

Операционная система компании имеет сильные конкурентные преимущества: защищенность, совместимость и кроссплатформенность. Мы считаем, что доминирующее положение компании в этом сегменте ограничивает возможности других отечественных ОС существенно увеличивать долю рынка.

Бизнес Группы «Астра» опирается на систему продаж, ориентированную на работу преимущественно с крупными заказчиками через компании-дистрибьюторы с широкой клиентской базой. В 2022 году доля продаж, приходившаяся на топ-5 дистрибьюторов, составляла 75%. Работа через дистрибьюторов позволяет существенно снизить затраты на документооборот, исключить большую часть вопросов возмещения дебиторской задолженности и одновременно получить доступ к наиболее широкой клиентской базе. С учетом доходности основных продуктов компании расходы на комиссию дистрибьюторам представляются незначительными.

У Группы «Астра» сильная команда сотрудников. Многие из них имеют богатый опыт работы в глобальных ИТ-компаниях. Это позволяет группе создавать и развивать конкурентные продукты. Сохранение и развитие команды специалистов – один из факторов роста Группы «Астра». Одним из стимулов для этого должна стать новая мотивационная программа для сотрудников, выплаты по которой будут зависеть от динамики стоимости акций.

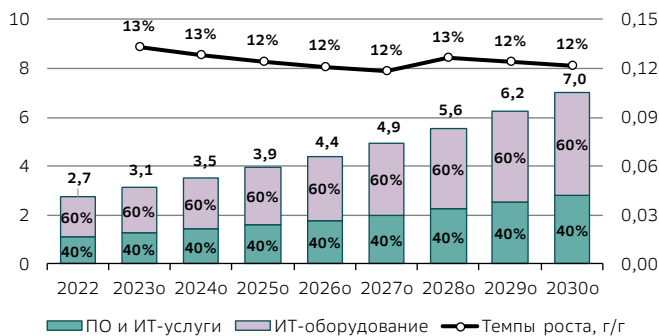
- **Доходность услуг компании.** Мы ожидаем, что доходность по продуктам компании в долгосрочной перспективе будет на уровне мировых аналогов. В настоящее время повышенную доходность обеспечивает ажиотажный спрос и, соответственно, заниженная доля расходов на продажу ПО и лицензий, а также расходов, связанных с поддержкой и сервисом для уже имеющих клиентов. Мы ожидаем, что к 2030 году рентабельность по EBITDA у Группы «Астра» увеличится примерно на 2 п. п. до 45%. У мировых аналогов она составляет 30–50%. При этом рентабельность по EBITDAS у Астры, по нашим оценкам, увеличится на 4 п. п. до 36%.
- **Масштабный портфель инфраструктурного ПО.** По нашему мнению, развитие направления экосистемных продуктов в сегментах инфраструктурного ПО на ИТ-рынке, в том числе за счет сделок M&A, позволит Группе «Астра» быстро занять основные ниши и сформировать экосистему, имеющую полный стек необходимых технологий, что увеличит преимущество компании перед конкурентами.
- **Стабильность господдержки для ИТ-сектора.** Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе государство будет оказывать значительную поддержку, стимулируя как покупателей, так и производителей аппаратного и программного обеспечения (АО и ПО). С одной стороны, государство стимулирует импортозамещение и цифровизацию посредством ограничений на закупку и использование иностранного ПО, в том числе законодательных. С другой стороны, ИТ-компании как минимум до 2025 года имеют ряд существенных стимулов в виде льгот по налогу на прибыль и по взносам в социальные фонды, льготных кредитов и пр. С учетом того, что цикл перестройки ИТ-решений, вероятно, займет более трех лет, мы считаем вполне вероятным, что меры поддержки для ИТ-производителей будут продлены.

Российский рынок ИТ имеет высокий потенциал роста

Рынок ИТ перестроился после резких изменений в первой половине 2022 года и находится на этапе интенсивной трансформации технологических решений. Законодательные ограничения, а также уход многих международных поставщиков ПО требуют смены вендоров и поиска альтернативных поставщиков из России и дружественных стран. Кроме того, сложившаяся ситуация способствует росту рынка ИТ-услуг, включая разработку и реализацию комплексных проектов миграции на новые технологические решения. В период до 2030 года российский ИТ-рынок будет иметь темпы роста выше, чем ВВП – на 12% ежегодно в рублевом выражении по версии Strategy Partners (SP).

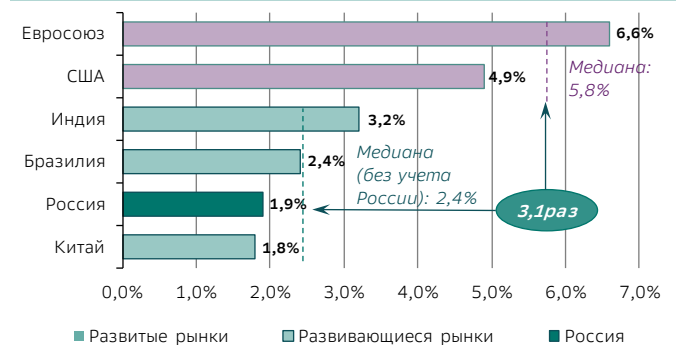
Фундаментальными факторами роста российского ИТ-рынка служат усиление требований к информационной безопасности и защищенным ИТ-решениям, активное импортозамещение в рамках укрепления цифрового суверенитета, продолжающаяся цифровая трансформация во всех отраслях экономики, а также беспрецедентный уровень государственной поддержки ИТ-сектора. Согласно исследованию Strategy Partners, Россия, несмотря на технологическую продвинутость во многих сферах экономики, существенно отстает от многих стран по объему инвестиций в ИТ, что обеспечивает дополнительный потенциал роста сектора.

Объем и структура российского ИТ-рынка согласно прогнозам Strategy Partners, трлн руб. и %



Источник: Strategy Partners, SberCIB

Доля расходов на ИТ от ВВП в разных странах по странам: оценка Strategy Partners



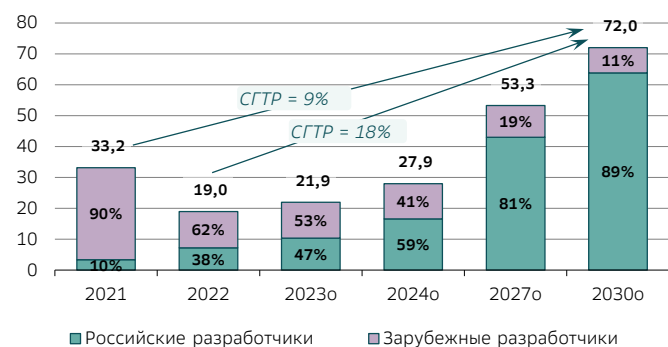
Источник: Strategy Partners, SberCIB

ЦЕЛЕВЫЕ СЕГМЕНТЫ: РОСТ И ОБЪЕМ РЫНКА

Рынок инфраструктурного ПО России, на котором работает компания, после спада в 2022 году в результате ухода глобальных вендоров вернулся к росту уже в 2023 году. По итогам 2023 года объем рынка инфраструктурного ПО, согласно прогнозам SP, достигнет 100 млрд руб. и покажет среднегодовые темпы роста на 17% в год за период с 2022 по 2030 год. Объем рынка к концу 2030 года, как ожидается, достигнет 270 млрд руб. При этом среднегодовой рост рынка инфраструктурных решений российских разработчиков составит более 30% за тот же период.

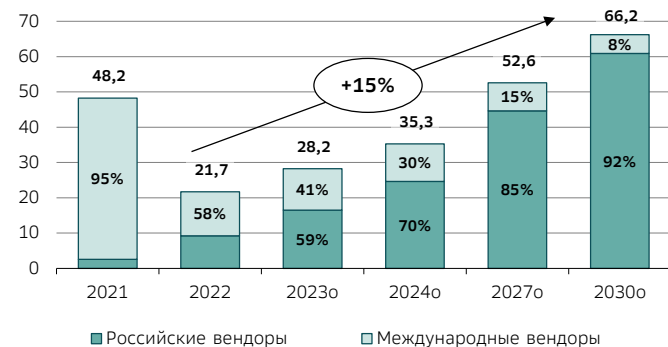
Крупнейшие сегменты инфраструктурного ПО – операционные системы (ОС) и СУБД – по оценкам SP, будут расти соответственно на 18% и 15% в год. Среднегодовой темп роста рынка отечественных ОС и СУБД в период с 2022 по 2030 год составит соответственно 32% и 27%.

Динамика российского рынка ОС для ПК и серверов, млрд руб. и %



Источник: Strategy Partners, SberCIB

Динамика объема российского рынка СУБД, млн руб.



Источник: Strategy Partners, SberCIB

ИМПОРТОЗАМЕЩЕНИЕ И ГОСУДАРСТВЕННОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ СПОСОБСТВУЮТ РОСТУ РЫНКА

До 2022 года импортозамещению препятствовал прагматичный подход компаний, которые не собирались менять уже внедренные стабильно работающие решения западных вендоров, хорошо знакомые сотрудникам и унифицированные для целых секторов. Однако после событий 2022 года импортозамещение в сфере ИТ стало неизбежным.

С одной стороны, уход иностранных вендоров создает потенциал роста для отечественных поставщиков программного обеспечения и ИТ-услуг. Масштаб целевого рынка отечественного ПО ограничен, необходима более высокая доходность, чем у продуктов глобальных мировых вендоров, чтобы обеспечить требуемый уровень возврата на капитал. При этом повышается потребность в разработке и внедрении российских ИТ-решений, позволяющих нивелировать риски перебоев в работе ПО, прекращения поддержки, подверженности кибератакам. От поставщиков зачастую требуется разработка кастомизированных решений, способных в достаточной мере заместить функционал ПО западных компаний. Уход значимой доли иностранных поставщиков способствовал сокращению объема рынка в 2022 году. Необходимость замещения высвободившейся доли рынка создало беспрецедентные перспективы для российских разработчиков. По оценкам Strategy Partners, отечественные игроки увеличат уровень проникновения своих продуктов на рынке до 51% в 2023 и 90% в 2030 году.

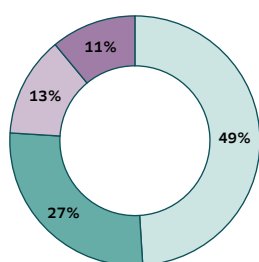
СТРУКТУРА РЫНКА ПО КЛИЕНТСКИМ ГРУППАМ

На государственный сектор (B2G и B2G+) и крупный бизнес B2B E в совокупности приходится 73% рынка инфраструктурного ПО. В силу введенных законодательных требований (Указы Президента №№166 и 250) органы государственной власти и компании критической инфраструктуры обязаны до конца 2024 года не только перестать закупать иностранное ПО, но и перейти на использование отечественного верифицированного ПО. На сегменты B2G и B2G+ приходится около 24% рынка. Вторым важным сегментом, обеспечивающим более масштабное использование отечественного ПО, является крупный бизнес. Компании сегмента B2B E нуждаются в бесперебойной работе и в рамках минимизации данного риска зачастую используют иностранные продукты, параллельно формируя ИТ-системы на основе российских решений.

Наименее заинтересован в переходе на российское ПО сегмент B2B, включающий средний и малый бизнес. Данные компании не имеют законодательных требований к переходу на отечественное ПО и зачастую могут использовать ПО из «серой зоны», состоящее из лицензий Windows, приобретаемых в рамках параллельного импорта,

нелицензионного ПО и ПО неизвестного происхождения. Ожидается, что доля использования подобного ПО в данной категории клиентов будет сокращаться с меньшими темпами. По оценкам SP, доля отечественного ПО среди клиентов B2B и B2B E к 2030 году составит около 49% по сравнению с 96% в сегменте B2G и B2G +.

Структура рынка инфраструктурного ПО*



- B2B E (крупнейший и крупный частный бизнес)
- B2B (средний и малый частный бизнес)
- B2G + (государственные корпорации)
- B2G (муниципальные органы, госорганы и госструктуры)

* Структура представлена как усредненная на период 2015-2030 годы, исходя из уровня оснащённости ИКТ

Источник: Strategy Partners, SberCIB

Ключевые драйверы роста отечественных ОС и инфраструктурного ПО

ТРЕНД: Уход западных компаний, ускорение процесса импортозамещения и формирование технологического суверенитета



* Заинтересованность и готовность крупного бизнеса (Large Enterprises) в переходе на отечественное ПО намного выше, чем у представителей сегмента МСП

Источник: Strategy Partners, SberCIB

Количественный потенциал рынка ОС

Потенциал рынка ОС, если оценить число потенциальных установок, составляет 17,7 млн лицензий в сегменте B2G и более 57 млн лицензий в корпоративном сегменте. Потенциально защищенную ОС российского производства могут покупать и клиенты сегмента B2C. В текущий момент компания занимает долю 75% по отгрузкам на рынке локальных ОС и охватывает около 3% потенциального рынка. Доля компании в сегменте B2G (где самые жесткие требования) по итогам 2022 доля составляла 13%.

Государственное стимулирование

Государство стимулирует импортозамещение в ИТ-секторе, в том числе на законодательном уровне (Указы Президента РФ No166, No250). С мая 2022 года для предприятий критической инфраструктуры действует запрет на приобретение иностранного ПО, а с 2025 года – на использование иностранного ПО. Ужесточение регуляторных требований в сфере информационной безопасности выгодно как отраслевым игрокам, например, Группе «Позитив», так и Группе «Астра», чья ОС имеет сертифицированные средства защиты. Вместе с тем государство предлагает и механизмы стимулирования для отечественных ИТ-компаний, включая налоговые льготы, льготное кредитование и субсидии.

Существующие меры поддержки ИТ отрасли в России



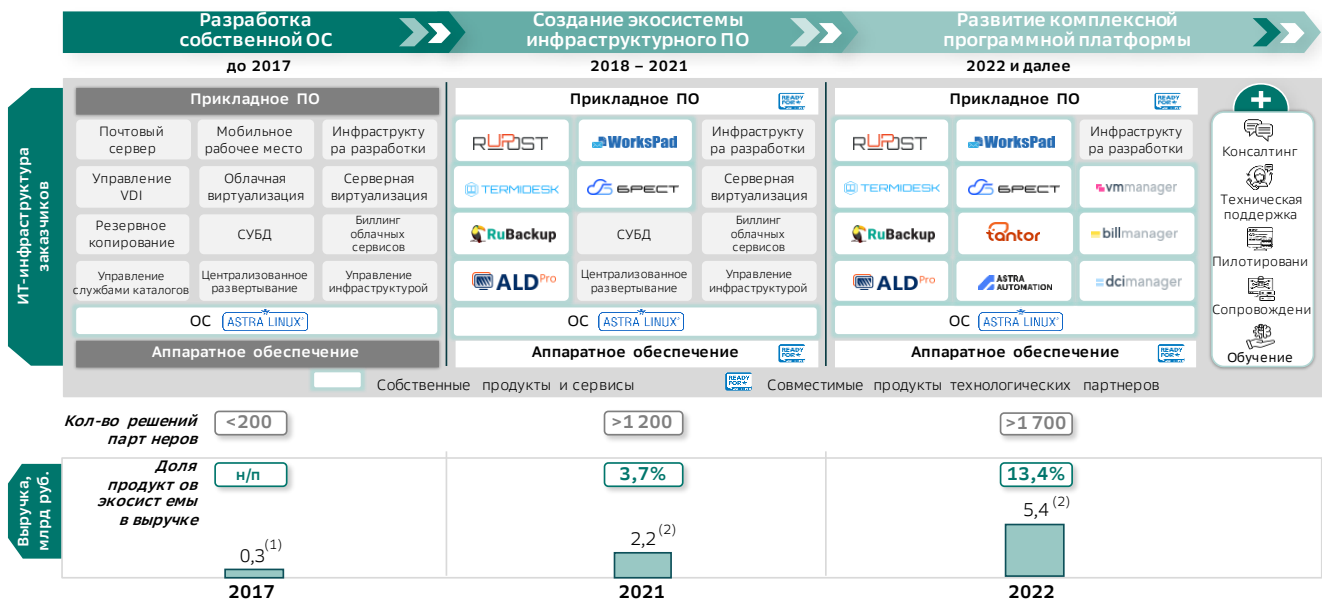
Источник: Strategy Partners, SberCIB

Описание Группы «Астра»

Астра – лидер в сегменте ОС и инфраструктурного ПО на российском ИТ-рынке. Группе «Астра» принадлежит наиболее популярная, проработанная и защищенная среди российских операционная система (ОС). Компания стремится инвестировать в новые направления роста, которые расширяют экосистемное предложение за счет инфраструктурного ПО (в их числе системы хранения данных (СХД), системы управления базами данных (СУБД), виртуализация и прочие услуги). Компания развивается опережающими темпами за счет сильного ядра ОС, широкой линейки экосистемного ПО и высокого качества услуг.

Группа в текущем виде была сформирована в 2022 году. Ранее, до 2017 года, разработка ОС велась на базе компании «РубИТех-Астра», создателя ОС Astra Linux, а с 2018 года (в основном через сделки M&A) начала формироваться экосистема инфраструктурного ПО.

Этапы развития Группы «Астра»



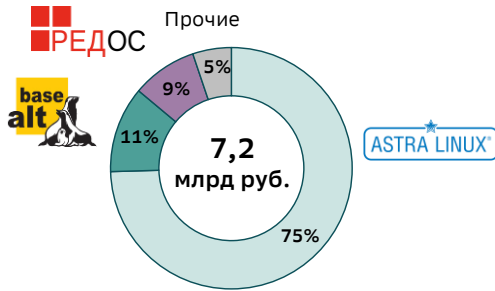
(1) Данные по РСБУ
 (2) Данные по МСФО
 Источник: компания, SberCIB

Компания определяет для себя целевой рынок в виде полного стека инфраструктурного ПО, без ухода в создание прикладного ПО и аппаратную инфраструктуру. При этом Группа «Астра» делает акцент на максимальной совместимости, универсальности и мультиплатформенности своих продуктов.

КОНКУРЕНТНОЕ ПОЛОЖЕНИЕ НА РЫНКЕ ИНФРАСТРУКТУРНОГО ПО

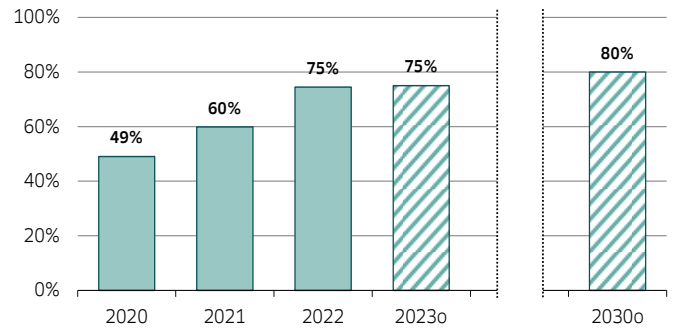
Группа «Астра» занимает лидирующее место в сегменте ОС с большим отрывом от конкурентов. Доля компании составляет около 75% по отгрузкам, и на растущем рынке компания ожидает ее увеличения до 80% к 2030 году.

Доля ключевых игроков на рынке импортозамещенных ОС для ПК и серверов в 2022 г.



*- по отгрузкам
Источник: Strategy Partners, SberCIB

Динамика доли Группы «Астра» на рынке импортозамещенных ОС



Источник: Strategy Partners, SberCIB

Ядро программного стека, в виде ОС, дополняется экосистемой продуктов передового инфраструктурного ПО. Компания развивает портфель функциональных приложений, где лидером в большинстве направлений не является. В большинстве сегментов присутствуют сильные игроки, способные составить высокий уровень конкуренции. В силу этого уровень формирующейся конкуренции будет варьироваться от сегмента к сегменту, а переход клиентов на решения Группы «Астра» будет идти неравномерно. На данный момент в этом сегменте рынка лидируют Группа «Астра», BaseALT и «Ред Софт». Группа «Астра» обладает самым диверсифицированным портфелем экосистемного ПО среди конкурентов.

Группа «Астра» полнее, чем конкурирующие разработчики ОС, закрывает спектр потребностей в инфраструктурном ПО

	АСТРА	РЕДСОФТ	скала^p	basealt	ROSA	Нишевые игроки*
Ключевые продуктовые сегменты рынка инфраструктурного ПО	Операционная система	✓	✓	✗	✓	✗
	СУБД	✓	✓	✓	✗	PosgresPro
	Виртуализация	✓	✓	✓	✓	BASIS
	Резервное копирование	✓	✗	✗	✗	КИБЕР ПРОТЕКТ
	Почтовый сервис	✓	✗	✗	✗	COMMUNICATE
	Управление мобильностью	✓	✓	✗	✗	✗
	Управление структурой	✓	✓	✗	✗	✗

* Указаны нишевые лидеры среди конкурентов Группы «Астра» в продуктовых сегментах рынка по объемам выручки по РСБУ в 2022 г.
Источник: компания, SberCIB

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ ГРУППЫ «АСТРА»

Цель развития группы – создать экосистему инфраструктурного ПО, полностью закрывающего потребности потребителей на локальном рынке.

Компания планирует развивать экосистему в большей степени за счет сделок M&A, что позволяет предложить широкому кругу клиентов необходимый в текущий момент функционал, а не разрабатывать его в течение нескольких лет.

УСПЕШНЫЙ ОПЫТ СДЕЛОК M&A

Компания активно работает на рынке M&A. За последние два года группе удалось пополнить свой портфель несколькими проектами, реализовавшими высокий синергетический эффект. Сделки M&A Группы «Астра» по большей части представляют собой инвестиции в

компании на ранних этапах развития. После приобретения контроля производится доработка продукта и интеграция в экосистему. В дальнейшем купленные компании за счет обеспечения синергетического эффекта имеют возможность существенно масштабировать объемы продаж, что наглядно подтверждают результаты приобретенных RuBackup, Termidesk и Tantor. Стоит отметить, что Группа «Астра» стремится обеспечить высокую автономность приобретаемых команд, а также оставляет основателям доли до 30% в капиталах приобретаемых компаний для поддержания мотивации.

ДОЛГОСРОЧНЫЕ ЦЕЛИ СТРАТЕГИИ

Группа предполагает нарастить выручку от программных продуктов помимо ОС до 50% в долгосрочной перспективе, увеличить до 90% долю доходов от B2B-клиентов и выйти на рынки дружественных стран.

Основные положения стратегии компании



Источник: компания, SberCIB

ЭКОСИСТЕМНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ И КОНКУРЕНТНОЕ ПОЛОЖЕНИЕ

ОС – ядро экосистемного предложения компании, в дополнение к которому компания развивает портфель функциональных приложений, где лидером в большинстве направлений не является. В большинстве сегментов присутствуют сильные игроки, способные составить высокий уровень конкуренции. В силу этого уровень формирующейся конкуренции будет варьироваться от сегмента к сегменту, а переход клиентов на решения Группы «Астра» будет идти неравномерно.

Группа «Астра» полнее, чем конкурирующие разработчики ОС, закрывает спектр потребностей в инфраструктурном ПО

		АСТРА	РЕДСОФТ	скала^p	basealt	ROSA	Нишевые игроки*
Ключевые продуктовые сегменты рынка инфраструктурного ПО	Операционная система	✓	✓	✗	✓	✓	✗
	СУБД	✓	✓	✓	✗	✗	PosgresPro
	Виртуализация	✓	✓	✓	✓	✓	BASIS
	Резервное копирование	✓	✗	✗	✗	✗	КИБЕР ПРОТЕКТ
	Почтовый сервис	✓	✗	✗	✗	✗	COMMUNICATE
	Управление мобильностью	✓	✓	✗	✗	✓	✗
	Управление структурой	✓	✓	✗	✗	✓	✗

* Указаны нишевые лидеры среди конкурентов Группы в продуктовых сегментах рынка по объемам выручки по РСБУ в 2022 г.

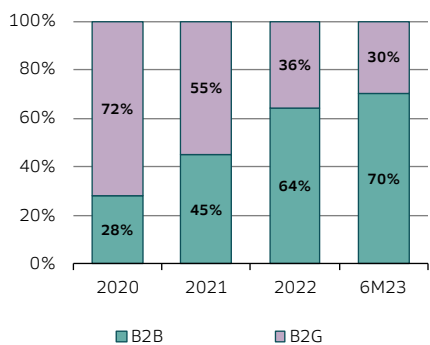
Источник: компания, SberCIB

Группа «Астра» нацелена на увеличение доли доходов от продаж экосистемных продуктов. Компания предлагает клиентам комплексные пакетные предложения, «бандлы», ориентированные на замещение комплексов продуктов иностранных разработчиков.

КЛИЕНТСКАЯ БАЗА

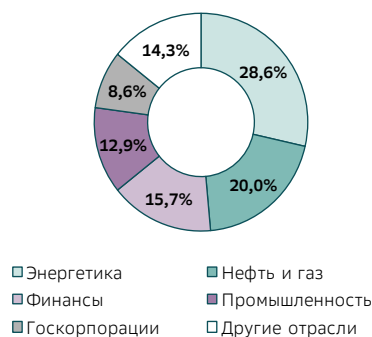
Структура клиентской базы компании по клиентам имеет умеренный уровень концентрации. В рамках работы Группа «Астра» делает акцент на государственных заказчиках и крупнейших компаниях. Доля топ-5 клиентов составляет около трети оборота компании, что предполагает умеренные риски в работе из расчета на одного заказчика. Диверсификация по отраслям высокая, компания не зависит от какого-либо одного сектора экономики.

Диверсификация выручки по сегментам B2B и B2G в 2020-2022 гг. и за 1П23



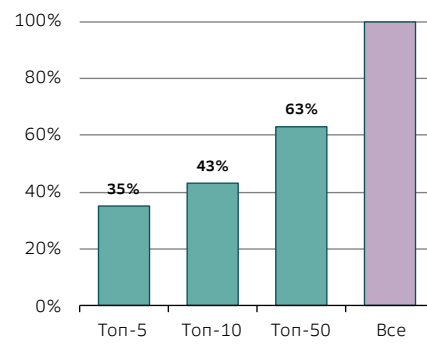
Источник: компания, SberCIB

Диверсификация выручки от B2B-клиентов по отраслям экономики за 1П23



Источник: компания, SberCIB

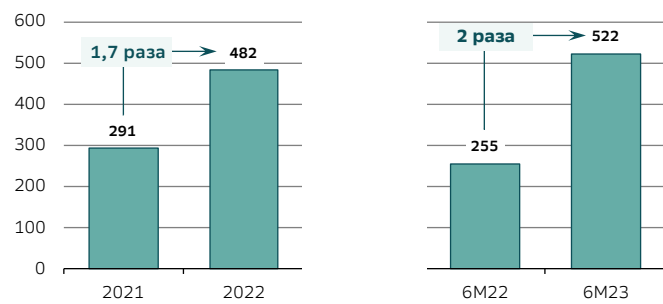
Диверсификация выручки по топ-5, топ-10 и топ-50 клиентам Группы «Астра»



Источник: компания, SberCIB

СЕРВИС

Компания предоставляет клиентам продвинутый уровень консалтинговых услуг и таким образом обеспечивает переход на импортнезависимое ПО и непрерывное техническое сопровождение процесса продаж, а также закладывает возможность дополнительных продаж, максимизируя значимость ПО группы в информационных стеках клиентов.

Динамика сервисной выручки, млн руб.

Источник: компания, SberCIB

Финансовые показатели компании и оценка

Выручка

Результаты Группы «Астра» отличаются сезонностью – на первое полугодие приходится 25% выручки, а на второе – 75%, причем примерно 50% выручки поступает в октябре – декабре.

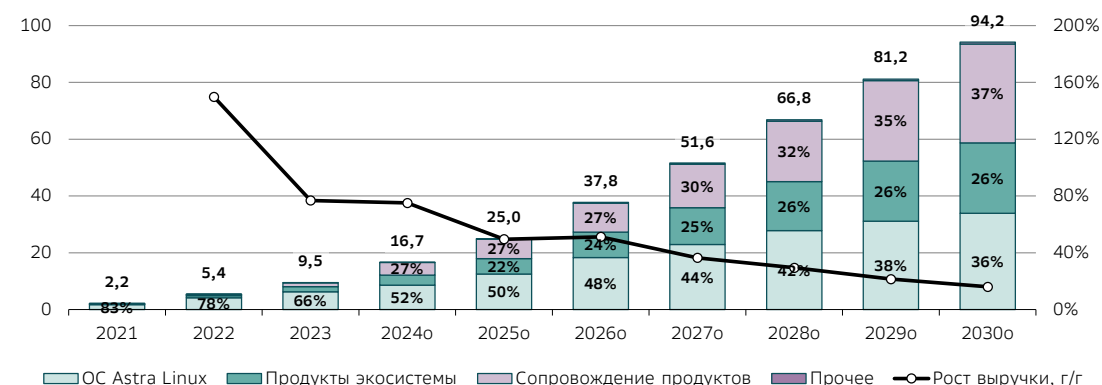
Группа «Астра» выделяет пять направлений бизнеса:

- Продажа программных продуктов – операционная система (ОС) Astra Linux.
- Продажа программных продуктов – продукты экосистемы Группы «Астра» (инфраструктурное ПО).
- Сопровождение продуктов.
- Выручка от образовательной деятельности.
- Прочее.

По состоянию на конец 2023 года самую значительную выручку приносила продажа лицензий ОС Astra Linux (66%), на втором месте были продажи экосистемных продуктов группы (18% выручки), а на третьем – сопровождение продуктов (15%). Эти направления можно разделить на более мелкие. В сегменте продажи лицензий ОС Astra Linux выручку приносят продажа новых лицензий и обновление ранее проданных. В сегменте сопровождения выручку генерирует сопровождение ОС Astra Linux, а также продуктов экосистемы.

По нашим прогнозам, к 2030 году структура выручки значительно изменится – доля выручки от сопровождения продуктов будет чуть больше, чем от продаж ОС – 37% против 36%. Продажи экосистемных продуктов будут генерировать 26% выручки.

Динамика и структура выручки, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

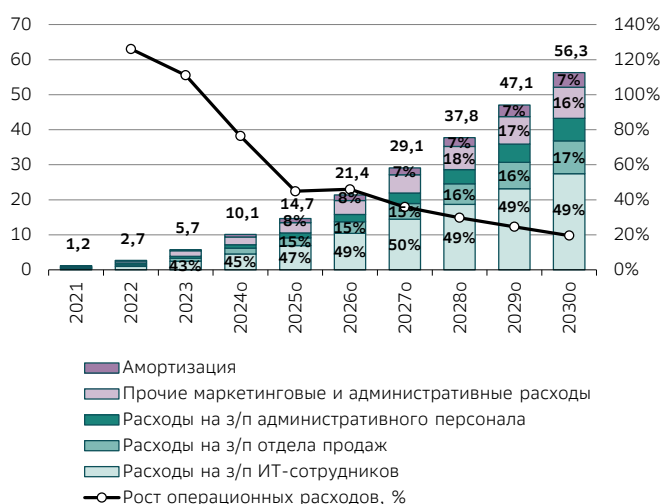
Операционные расходы

Структура расходов Группы «Астра» имеет особенности, характерные для ИТ-производителей. По итогам 2023 года большую часть операционных расходов (71%) составили затраты на персонал, из которых, по нашим расчетам, 45% пришлось на ИТ-сотрудников, 15% – на сотрудников отдела-продаж и 10% – на административный персонал. Оставшаяся доля – это прочие маркетинговые и административные расходы.

На конец 2023 года в компании работало 2 275 человек, из них 1 525 – ИТ-сотрудники. К концу 2024 года мы прогнозируем увеличение штата до 2 787 человек в основном за счет ИТ-персонала. Мы ожидаем, что в ближайшее время штат будет расширяться в соответствии с реальными темпами роста бизнеса. Однако в долгосрочной перспективе потребность в существенном увеличении штата будет меньше, поскольку завершится активная фаза импортозамещения ПО и ОС.

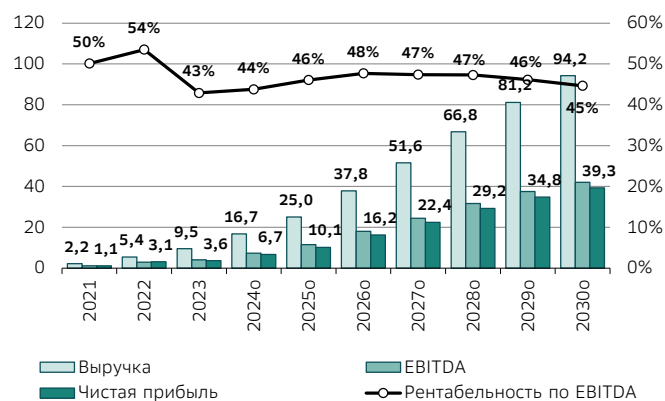
Мы предполагаем, что на Группу «Астра» будет негативно влиять дефицит ИТ-кадров в РФ. Важный позитивный фактор, влияющий на расходы на персонал, – снижение взносов на единый социальный налог (ЕСН) для ИТ-сотрудников с 7,6% против 30% (эта инициатива действует с 2021 года).

Динамика и структура операционных расходов, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Динамика выручки, EBITDA чистой прибыли и рентабельности, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Налоговые расходы и льготы

На Группу «Астра» оказывают существенное влияние действующие налоговые льготы, в частности:

- **Сниженные взносы по единому социальному налогу (7,6% вместо 30%).** Это позволяет сократить расходы на ИТ персонал, что также ведет к существенному снижению операционных расходов компании в целом, учитывая высокую (68%) долю расходов на ИТ-сотрудников в общем объеме операционных расходов. Срок действия этой льготы на данный момент законодательно не установлен, однако мы предполагаем, что эта мера будет сохранена в обозримом будущем ввиду критической важности развития ИТ-сектора и технологического суверенитета для правительства РФ и России в целом. Тем не менее стоит отметить, что льгота может быть отменена в любой момент, что негативно повлияет на рентабельность Группы «Астра».
- **Налог на прибыль.** Компания в рамках статьи 284 НК РФ имеет право до 2024 года включительно применять ставку 0% для расчета налога на прибыль. После 2024 года компания имеет право применять ставку 3%. Мы ожидаем, что уровень ставки по налогу на прибыль 3% будет сохранен в обозримом будущем ввиду критической важности развития ИТ-сектора и технологического суверенитета для правительства РФ и России в целом.

Действующие налоговые и прочие льготы для ИТ-компаний и их влияние на ключевые показатели и оценку Группы «Астра»

	Обычный параметр	Льгота	Срок действия льготы	Акт, регулирующий льготу	При применении базового параметра в 2024 году		Влияние на оценку при применении базового параметра с 2024 года до 2030 и далее
					Влияние на EBITDAC	Влияние на NIC	
Взносы в социальные фонды (ранее ЕСН)	30%	7,6%	Нет конечных сроков	НК РФ, статья 427, пункт 2, подпункт 2	Снижение на 18%, снижение рентабельности на 5,6 п. п.	Снижение на 17%, снижение рентабельности на 5,6 п. п.	Снижение на 19%
Налог на прибыль	20%	0%	01.01.2022 – 31.12.2024	Указ Президента РФ №83 от 02.03.2022	–	Снижение на 24%, снижение рентабельности на 8 п. п.	Снижение на 24%
Налог на прибыль для ИТ-компаний	20%	3%	Нет конечных сроков	Закон №265-ФЗ от 31.07.2020			
НДС при продаже разработанного ПО и баз данных, включенных в реестр российского ПО	20%	0%	Нет конечных сроков	НК РФ, статья 149, пункт 2, подпункт 26	Снижение на 55%, снижение рентабельности на 14,1 п. п.	Снижение на 54%, снижение рентабельности на 13,9 п. п.	Снижение на 56%
Мораторий на выездные проверки	–	–	до 31.12.2024	Письмо ФНС РФ №СД-4/2/3586@ от 24.03.2022	Несущественное снижение рентабельности и оценки из-за возможных штрафов		
Льготные кредиты для проектов импортозамещения в сфере ИТ	Ключевая ставка плюс премия	1% и 3%	–	Инициатива Фонда развития промышленности	Зависит от будущей долговой нагрузки и в целом несущественно, так как компания в основном финансируется за счет собственных средств		

EBITDAC – EBITDA за вычетом капитализируемых расходов на НИОКР

NIC – чистая прибыль за вычетом капитализируемых расходов на НИОКР и скорректированная на амортизацию капитализированных нематериальных активов

Источник: Консультант, Гарант, SberCIB Investment Research

Долг и ликвидность

Чистый долг Группы «Астра» близок к нулю, денежные средства по состоянию на конец 2023 составили 2,6 млрд руб. при долге в размере 2,7 млрд руб. Долг по большей части представляет собой льготный кредит по ставке 3,2% с погашением в 2026 году. По состоянию на конец 1П23 соотношение «чистый долг/EBITDA за последние 12 месяцев» было равно нулю.

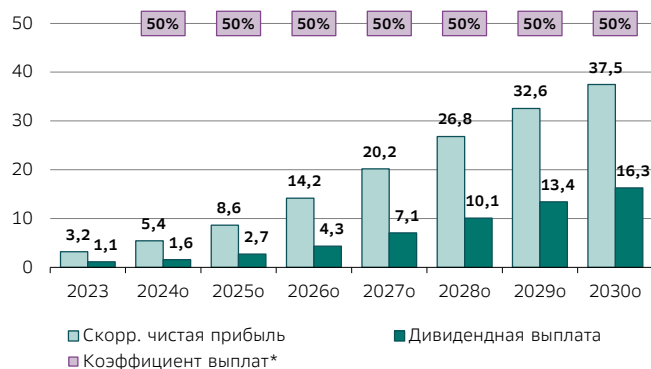
Дивидендная политика

Дивидендная политика Группы «Астра» была утверждена в сентябре 2023 года. Компания будет проводить выплаты в соответствии с этой политикой уже в 2024 году (по результатам 2023 года). Отметим, что ранее Группа «Астра» уже выплачивала дивиденды своим акционерам. Новая дивидендная политика содержит следующие параметры:

- Дивиденды будут рассчитываться на основе скорректированной чистой прибыли.
- Коэффициент дивидендных выплат составит:
 - ▶ не менее 50% при соотношении «чистый долг/EBITDA за последние 12 месяцев» не более 1;
 - ▶ не менее 25% при соотношении «чистый долг/EBITDA за последние 12 месяцев» не более 2;
 - ▶ не более 15% при соотношении «чистый долг/EBITDA за последние 12 месяцев» не более 3;
 - ▶ выплата не будет проводиться при соотношении «чистый долг/EBITDA за последние 12 месяцев» более 3.
- Выплаты будут проводиться по итогам девяти месяцев и по итогам года, но не реже одного раза в год.

По нашим прогнозам, в 2024 году соотношение «чистый долг/EBITDA за последние 12 месяцев» будет ниже 1, что подразумевает выплату как минимум 50% от скорректированной чистой прибыли. Поскольку Группа «Астра» относится к «компаниям роста», то менеджмент, на наш взгляд, будет больше склонен к инвестициям в бизнес с более высоким уровнем возврата капитала, чем к дивидендным выплатам. Поэтому, на наш взгляд, коэффициент выплат составит 50%. В 2024 году дивидендные выплаты могут достичь 1,6 млрд руб., а к 2030 их сумма может увеличиться до 16,3 млрд руб.

Скорректированная чистая прибыль (НИС), дивиденды и коэффициент выплаты в % от прибыли прошлого года, млрд руб. и %



* Рассчитывается от скорректированной чистой прибыли (НИС) прошлого периода

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Прогноз ключевых финансовых показателей, млн руб.

	2021	2022	2023o	2024o	2025o	2026o	2027o
Ключевые финансовые результаты							
Отгрузки	2 428	6 416	11 248	19 699	29 467	44 570	60 835
Изм., %		164,3%	75,3%	75,1%	49,6%	51,3%	36,5%
Выручка	2 159	5 395	9 541	16 708	24 994	37 804	51 600
Изм., %		149,9%	76,8%	75,1%	49,6%	51,3%	36,5%
Коэффициент конвертации из отгрузок	88,9%	84,1%	84,8%	84,8%	84,8%	84,8%	84,8%
Валовая прибыль	1 725	4 473	7 130	11 969	17 710	26 975	36 958
Изм., %		159,3%	59,4%	67,9%	48,0%	52,3%	37,0%
Денежные затраты	-1 370	-3 149	-6 792	-11 396	-16 356	-23 928	-32 570
Изм., %		129,8%	115,7%	67,8%	43,5%	46,3%	36,1%
ЕВИТДА	1 082	2 887	4 092	7 317	11 513	18 035	24 448
Изм., %		166,8%	41,7%	78,8%	57,3%	56,7%	35,6%
Рентабельность		53,5%	42,9%	43,8%	46,1%	47,7%	47,4%
ЕВИТДАС	789	2 246	2 749	5 312	8 638	13 876	19 030
Изм., %		184,8%	22,4%	93,3%	62,6%	60,6%	37,1%
Рентабельность	36,5%	41,6%	28,8%	31,8%	34,6%	36,7%	36,9%
Скорр. ЕВИТ	957	2 676	3 801	6 582	10 322	16 384	22 493
Чистая прибыль	1 079	3 074	3 638	6 667	10 124	16 183	22 446
Изм., %		184,8%	18,4%	83,2%	51,9%	59,8%	38,7%
Рентабельность	50,0%	57,0%	38,1%	39,9%	40,5%	42,8%	43,5%
НИС	909	2 558	3 194	5 447	8 650	14 168	20 186
Изм., %		181,2%	24,9%	70,5%	58,8%	63,8%	42,5%
Рентабельность	42,1%	47,4%	33,5%	32,6%	34,6%	37,5%	39,1%
Расходы на разработку (списываемые в затраты и капитализируемые), % от выручки	10,8%	9,3%	11,9%	13,7%	13,2%	12,7%	12,2%
Дивиденды							
Дивиденды объявленные	455	1 279	1 597	2 723	4 325	7 084	10 093
Дивиденды выплаченные	-	455	1 279	1 597	2 723	4 325	7 084
Коэффициент выплаты*	-	-50%	-50%	-50%	-50%	-50%	-50%
Долговая нагрузка и ликвидность							
Всего долг	294	615	2 735	2 735	2 735	889	889
Чистый долг	178	-82	94	-817	-3 348	-9 128	-17 635
Чистый долг/скорр. ЕВИТДА	0,2	-0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7
ЕВИТ/процентный расход	46,1	63,6	90,4	35,2	55,2	87,7	>100
Долг/капитал	2,4	0,4	0,6	0,3	0,2	0,0	0,0
Свободный денежный поток	39	669	859	2 509	5 254	10 105	15 591
Ден. поток, доступный для обслуживания долга	-87	102	-272	912	2 531	5 780	8 507
Свободный денежный поток после процентов	39	669	859	2 509	5 254	10 105	15 591
Капиталовложения (вкл. М&А и капитализ. НИОКР)	-294	-641	-1 302	-3 311	-4 596	-5 608	-7 004
Доходность для инвесторов							
ROA	58%	65%	41%	42%	43%	46%	43%
ROE	733%	322%	103%	75%	64%	61%	55%
ROIC	218%	214%	79%	66%	63%	66%	60%

* От скорректированной чистой прибыли предыдущего года

** По выплаченным дивидендам в соотношении к рассчитанной справедливой стоимости

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Оценка

Мы оцениваем справедливую стоимость акций компании в 648 руб., что соответствует коэффициентам EV/ЕВИТДА и РЕ 2025о соответственно 10,9 и 12,7.

Отраслевые мультипликаторы

	EV/ЕВИТДАС			P/NIC			Капитализ. R&D, % от отгрузок			CAGR 2023-2027		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	Отгрузки	ЕВИТДАС	NIC
Группа "Астра"	46,8	24,1	14,6	40,1	23,5	14,8	8,8%	10,2%	9,8%	52,5%	62,2%	58,5%
Группа Позитив	22,3	13,7	7,2	22,8	14,9	7,7	11,4%	19,8%	22,8%	57,0%	61,5%	63,0%
Диасофт	20,3	14,3	10,4	25,1	15,7	11,7	11,1%	10,5%	10,0%	30,2%	34,8%	38,2%
Софтлайн*	11,9	9,5	6,2	38,2	14,4	9,1	2,3%	4,5%	4,3%	17,5%	32,7%	72,2%
Медиана	21,3	14,0	8,8	31,6	15,3	10,4	9,9%	10,4%	9,9%	41,3%	48,1%	60,8%

ЕВИТДАС – ЕВИТДА за вычетом капитализируемых расходов на НИОКР

NIC – чистая прибыль за вычетом капитализируемых расходов на НИОКР и скорректированная на амортизацию капитализированных нематериальных активов

* Данные по капитализируемым расходам в % от отгрузок рассчитаны на основе отгрузок только собственных решений

Источник: SberCIB Investment Research

Риски

СУЩЕСТВЕННЫЙ ОБЪЕМ ФИНАНСИРОВАНИЯ СВЯЗАННЫХ СТОРОН

Компания отражает в отчетности высокий объем займов, дебиторской задолженности и гарантий, выданных связанным сторонам. Существует риск невозврата выданных займов и списания дебиторской задолженности, а также необходимости погашать задолженность связанных сторон в соответствии с взятыми обязательствами в форме банковских гарантий. Также невозможно прогнозировать потенциальный объем взаимодействия компании со связанными сторонами в будущем.

ИЗМЕНЕНИЕ СИТУАЦИИ НА ИТ-РЫНКЕ

В случае возвращения глобальных вендоров в Россию Группа «Астра» может потерять существенную часть клиентов и доходов.

КОНКУРЕНЦИЯ СО СТОРОНЫ ДРУГИХ КРУПНЫХ ИГРОКОВ РЫНКА

Мы не исключаем риск усиления конкуренции, которая, с одной стороны, негативно отразится на маржинальности Группы «Астра», а с другой — приведет к повышению оценок стоимости потенциальных объектов M&A, если их приобретение заинтересует одновременно нескольких игроков-консолидаторов.

РИСК ДЕФИЦИТА КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ КАДРОВ И РОСТА СТОИМОСТИ ИХ УСЛУГ

Существенный (около 74% от операционных расходов) объем денежных затрат компании приходится на зарплаты инженеров-разработчиков, а также на зарплаты других сотрудников (включая сотрудников отделов продаж). Дефицит кадров может негативно повлиять на возможности дальнейшего роста компании и отразиться на уровне затрат на персонал.

ИЗМЕНЕНИЕ МЕР ГОСПОДДЕРЖКИ ИТ-СЕКТОРА

Эффективная ставка налога на прибыль по результатам 2022 года составила около 1%. Изменение налогового режима для высокотехнологичных компаний может негативно отразиться на финансовых показателях группы.

РИСКИ ИМПОРТОЗАМЕЩЕНИЯ И ПАРАЛЛЕЛЬНОГО ИМПОРТА ТЕХНОЛОГИЙ ИЗ ДРУЖЕСТВЕННЫХ СТРАН

Наименее заинтересованы в переходе на российское ПО компании малого и среднего бизнеса. В отношении данных компаний не введено законодательных требований к переходу на отечественное ПО, и в этом сегменте зачастую может использоваться ПО из «серой зоны», состоящее из лицензий Windows, приобретаемых в рамках параллельного импорта, нелицензионное ПО и ПО неизвестного происхождения. Существует риск, что использование «серого» ПО будет активно расти.

НАЛОГОВЫЕ РИСКИ

По состоянию на 31.12.2022 выявлены обстоятельства различного толкования налогового законодательства и нормативных актов, которые могут привести к начислению дополнительных налогов в размере не более 330 млн руб.

РИСКИ РАБОТЫ В B2G-СЕКМЕНТЕ ИТ-СЕКТОРА

Возможны претензии, иски, судебные разбирательства со стороны государства в связи с нарушением требований, связанных с доступом к материалам, относящимся к категории государственной тайны.