

ГК «АСТРА»

Вспышка сверхновой

Мы начинаем аналитическое покрытие ГК «Астра» с целевой ценой 635 руб. и рекомендацией «ПОКУПАТЬ». Мы считаем ГК «Астра» главным бенефициаром импортозамещения в отрасли ИТ, а ее флагманский продукт – операционная система (ОС) Astra Linux – имеет отличные шансы стать ОС «по умолчанию» для российского государства и бизнеса. Это делает перспективы роста ГК «Астра» наиболее привлекательными среди компаний технологического сектора.

Главный бенефициар импортозамещения

Доля международных вендоров в сегменте ОС и инфраструктурного программного обеспечения (ПО) до 2022 г. составляла более 90%, что выше, чем в большинстве других сегментов ИТ-рынка. Начиная с 2022 г. международные участники рынка стали сворачивать бизнес в РФ, а с 2025 г. вступает в силу закон, согласно которому большинство российских государственных и крупных корпоративных заказчиков должны будут использовать отечественное ПО. Отраслевые эксперты ожидают, что к 2030 г. объем рынка инфраструктурного ПО достигнет 270 млрд руб., а доля российских вендоров на нем составит 90%. Согласно прогнозам Strategy Partners, среднегодовой темп роста бизнеса российских вендоров превысит 30%, что значительно больше, чем в среднем по рынку ИТ (12%).

Победитель получает все

ГК «Астра» является абсолютным лидером на рынке импортозамещенных ОС с долей около 75%. Доминирующее положение на рынке дает возможность Astra Linux стать ОС «по умолчанию» как минимум для государственных и крупных корпоративных заказчиков. Это приведет к усилению сетевого эффекта и распространится на продукты экосистемы ГК «Астра». По нашим прогнозам, к 2030 г. доля ГК «Астра» в сегменте ОС увеличится с 75% до 80%, а в прочем инфраструктурном ПО – с менее 5% до 34%. В таком случае выручка ГК «Астра» в 2030 г. превысит 100 млрд руб., а среднегодовой темп роста выручки составит 45% до 2030 г. или 85% до 2025 г., что является самым высоким показателем в секторе и определенно заслуживает премиальной оценки.

Стратегическая отрасль

Стратегическая значимость ИТ-отрасли заметно выросла в 2022 г. на фоне прекращения деятельности в РФ международных компаний и дефицита кадров. С 2022 г. введен ряд мер государственной поддержки отрасли, в число которых входят налоговые льготы (нулевая ставка налога на прибыль, пониженные тарифы на страховые взносы, мораторий на выездные налоговые проверки) и финансовые преференции (льготные кредиты, гранты и финансирование инновационных компаний, субсидирование закупок отечественного ПО).

Впечатляющая рентабельность

Бизнес ГК «Астра» отличается высокой рентабельностью и низкой капиталоемкостью. По итогам 2022 г. рентабельность по EBITDA составила 53,5%, а отношение инвестиций к выручке – 11,9%. Мы ожидаем, что после незначительной просадки в 2023–2024 гг., вызванной ускоренным наймом персонала для увеличения доли рынка, рентабельность свободного денежного потока (СДП) начнет восстанавливаться и к 2027 г. достигнет 38%, а среднегодовой темп роста EBITDA и СДП к 2030 г. составит 44% и 56% соответственно.

Значительный дивидендный потенциал

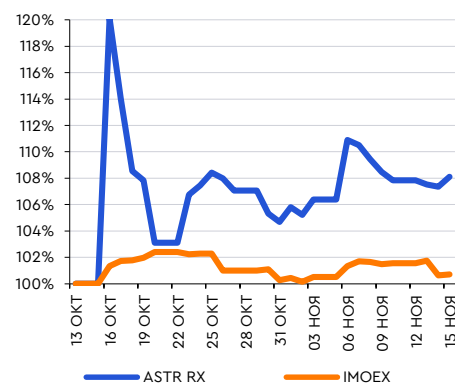
Несмотря на выдающиеся темпы роста, профиль рентабельности позволяет ГК «Астра» выплачивать дивиденды. Мы прогнозируем дивиденд в размере 10 руб./акц. в 2024 г. (доходность – 2%) и к 2030 г. ожидаем роста в 10 раз до 100 руб., при условии коэффициента выплат на уровне нижней границы, предусмотренной дивидендной политикой – 50% скорректированной чистой прибыли.

Сергей Либин
Жонибек Исомиддинов

ТИКЕР	ASTR RX
Целевая цена, руб.	635
Текущая цена, руб.	512
Потенциал роста	24%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млрд руб.	108
Чист. долг и проч., млрд руб.	0
EV, млрд руб.	108
Макс. за 52 нед., руб.	652
Мин. за 52 нед., руб.	466

Источник: открытые источники

Динамика котировок ГК «Астра» и индекса Мосбиржи



СОДЕРЖАНИЕ

О компании.....	3
Продуктовый портфель.....	3
Структура акционеров.....	8
SWOT-анализ.....	9
Российский рынок инфраструктурного ПО.....	10
Государственная поддержка.....	14
Международные перспективы.....	14
Позиционирование внутри вселенной российских технологических компаний.....	15
Ключевые финансовые метрики.....	15
Прогнозная модель.....	16
Выручка.....	16
Операционные расходы, EBITDA.....	16
Финансовые расходы, чистая прибыль.....	17
Капитальные расходы, свободный денежный поток.....	18
Дивиденды.....	19
Оценка.....	20
Методика оценки.....	20
Дисконтирование денежных потоков.....	20
Сравнительный метод: рыночные мультипликаторы.....	21

О КОМПАНИИ

Группа компаний «Астра» – лидирующий российский разработчик защищенного инфраструктурного программного обеспечения. Группа объединяет самостоятельные отечественные ИТ-бренды, в том числе ОС Astra Linux.

Основная деятельность компании сосредоточена на разработке инфраструктурного программного обеспечения для государственных и коммерческих организаций, объектов инфраструктуры и промышленности. Ключевым продуктом является универсальная операционная система Astra Linux – альтернатива Windows на базе системы Linux, предназначенная для безопасной работы ИТ-инфраструктур любого масштаба. Продуктовый портфель ГК «Астра» состоит из 15 ИТ-решений, формирующих экосистему, которая совместима с продуктами других ИТ-производителей. В компании работает более 1 600 человек. Согласно Strategy Partners, группа занимает 23% рынка инфраструктурного ПО российских разработчиков (в 2022 г.).

Продукты компании входят в «Единый реестр российских программ для ЭВМ и баз данных» Минцифры, в реестр Минкомсвязи России, используются крупнейшими государственными структурами страны, министерствами и корпорациями. ГК «Астра» является членом ассоциации «Руссофт» и АРПП, лауреатом национальных и международных премий.

Продуктовый портфель

Astra Linux SE

Сертифицированная ОС со встроенными средствами защиты информации (СЗИ), рекомендована для работы с конфиденциальными данными, включая государственную тайну «особой важности». Подходит для различных процессорных архитектур и соответствует требованиям безопасности ФСТЭК, Минцифры, Минобороны РФ.

Брест

Средство виртуализации, предоставляющее возможность создания и управления виртуальными структурами любой сложности. ПО позволяет создать среду для перевода ИТ-инфраструктуры на отечественное обеспечение, а также обеспечить отказоустойчивость серверов, консолидацию ресурсов и оптимизацию производительности.

Termidesk

Комплексное ПО, позволяющее создавать виртуальные рабочие места (VDI) для безопасного доступа сотрудников из любой точки мира. Программа позволяет организовать удаленную работу с любых устройств, поддерживает большинство операционных систем и имеет возможность планового резервного копирования.

RuBackup

Профессиональное средство резервного копирования, позволяющее автоматизировать процесс копирования данных и их восстановление в базах данных, дата-центрах, облачных сервисах и на физических серверах.

WorksPad

Решение по созданию защищенных мобильных рабочих мест, позволяющее защитить данные и предотвратить их утечку благодаря установке на мобильное устройство контролируемого приложения-контейнера с задаваемыми политиками безопасности и шифрования. Решение может применяться в комплексе с другими средствами для управления (MDM) и предотвращения утечек информации (DLP).

RuPost

Система управления корпоративной почтой, способная масштабироваться как вертикально, так и горизонтально. Помимо почты, решение включает в себя календари, контакты и адресные книги. Поддерживает разные ОС у конечных пользователей благодаря встроенному веб-клиенту.

ALD Pro

Программный комплекс для централизованного управления организационными объектами. Предлагает все основные функции зарубежных систем. ПО может работать на ПК и планшете, легко интегрируется в существующую ИТ-инфраструктуру. Позволяет удаленно установить ОС, перевести данные из MS Active Directory и управлять отделами, пользователями, компьютерами.

DCImanager

Платформа для централизованного управления оборудованием: серверами, стойками, сетевым оборудованием, виртуальными и физическими сетями и другой физической мультивендорной ИТ-инфраструктурой. Подходит для серверных и дата-центров любого масштаба, позволяет видеть иерархию ИТ-структуры и вести инвентаризацию активов.

VMmanager

Масштабируемая платформа для решения задач серверной виртуализации и создания отказоустойчивого кластера. Выступает основой систем VDI, предоставляет инструменты для создания отказоустойчивой среды, включая High Availability, живую миграцию, автоматическую балансировку.

BILLmanager

Платформа для автоматизации бизнес-процессов и продажи услуг, контроля и управления инфраструктурой облачных и сервисных провайдеров.

Tantor

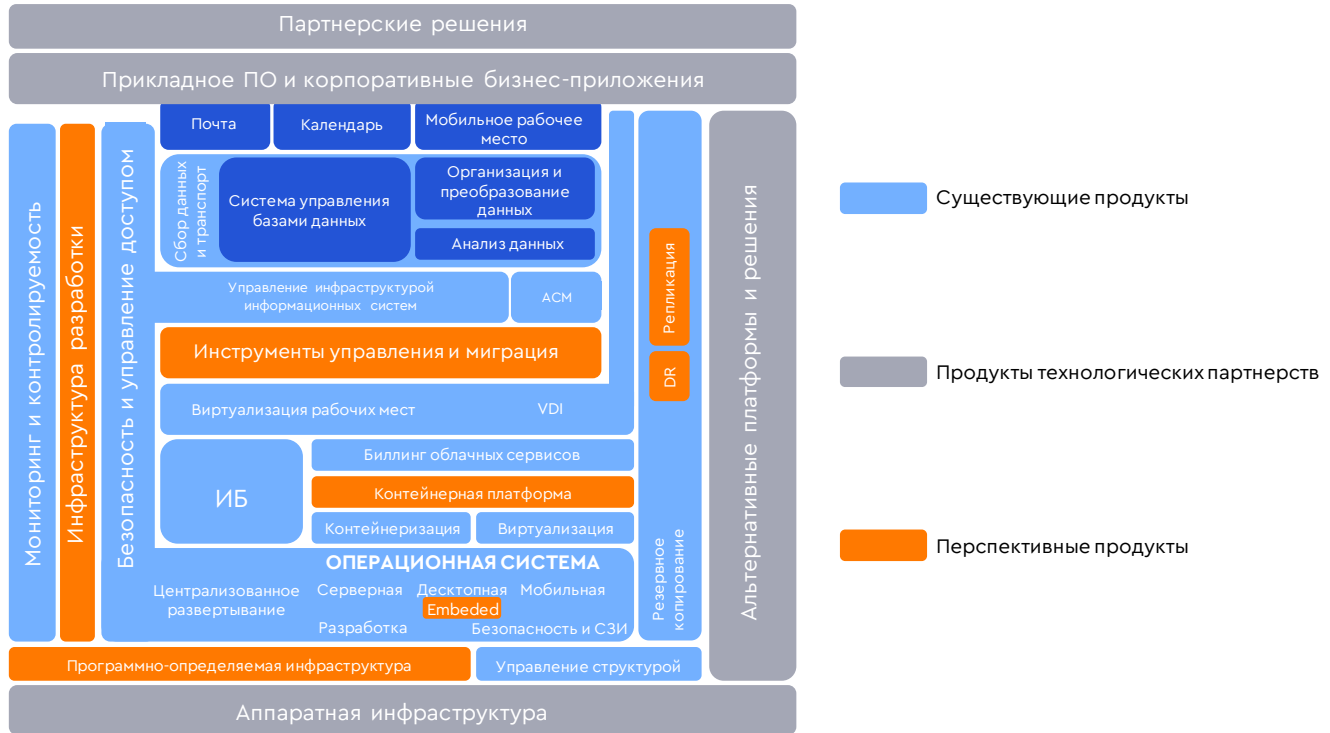
СУБД повышенной производительности со встроенной системой администрирования и мониторинга, позволяет осуществлять проектировку и разработку СУБД, управление и мониторинг СУБД PostgreSQL.

Эволюция развития экосистемы продуктов и решений ГК «Астра»



Источник: данные компании

Сегменты присутствия решений группы «Астра»



Источник: данные компании

ОС Astra Linux Special Edition

Astra Linux Special Edition – флагманский продукт ГК «Астра». Это единственная в России отечественная защищенная операционная система, имеющая три сертификата соответствия требованиям безопасности информации: Минобороны России, ФСТЭК России и ФСБ России. Astra Linux SE разрабатывается на базе дистрибутива Linux Debian и представлена в четырех вариантах: серверная, десктопная, мобильная и встраиваемая.

К ключевым преимуществам Astra Linux SE относится наличие собственных встроенных средств защиты информации, которые существенно снижают риск доставки вредоносного контента и затрудняют дальнейшее продвижение злоумышленников вглубь ИТ-системы.

Помимо собственных СЗИ, Astra Linux отличается высоким уровнем совместимости. В программу технологического сотрудничества «Ready For Astra» входят более 1 450 аппаратных и более 640 программных продуктов технологических партнеров.

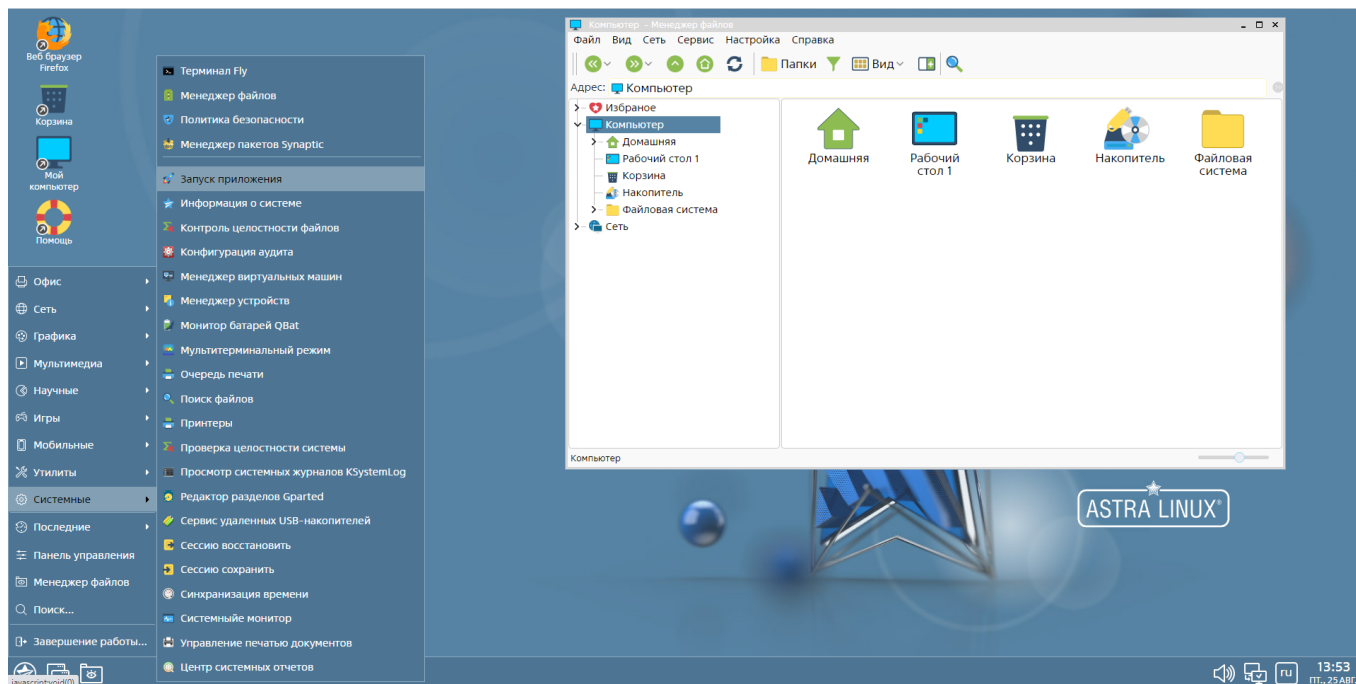
Astra Linux обладает интуитивно понятным графическим интерфейсом Fly и совместима с большинством стандартных приложений или их аналогов, что позволяет обеспечить бесшовный переход на Astra Linux для пользователей.

Преимущества Astra Linux

- Собственные запатентованные средства защиты информации (единственные на рынке).
- Научная основа и методология разработки безопасного системного программного обеспечения (единственные на рынке).
- Контроль качества ПО и система доверия к безопасности на основе различных технологий (одни из немногих на рынке).
- Единственная ОС, прошедшая сертификацию трех регуляторов: МО, ФСТЭК, ФСБ.
- Широкий набор поддерживаемых процессорных архитектур (Z, X86, ARM, RISC V, Эльбрус, Байкал).
- Самая широкая экосистема совместимых программных и аппаратных продуктов (более 2 000 решений).
- Обширная экосистема собственных продуктов инфраструктурного ПО (15 продуктов), больше, чем у любых других игроков.
- Astra Linux базируется на некоммерческом дистрибутиве Linux Debian. Соответственно, отсутствуют риски запрета на продажу и поддержку дистрибутива.
- Единственная ОС, которая обеспечивает нейтрализацию угроз безопасности информации и уязвимостей за счет собственных СЗИ.
- Самые широкие сферы применения: от государственных информационных систем до масштабных и распределенных ИТ-инфраструктур.
- Собственная платформа для автоматизированного развертывания и сопровождения ИТ-инфраструктуры на базе Astra Linux.
- Универсальная операционная система с различными сценариями применения (десктоп, сервер, мобильная, embedded).
- Самое сильное (по количеству и качеству) сервисное предложение для пилотирования, внедрения, сопровождения, обучения, консалтинга для ОС.
- Собственные уникальные разработки в составе ОС (Fly, инструменты и т.д.).
- Самая широкая сеть учебных центров.
- Самая большая команда технических специалистов (более 500 человек), непосредственно связанных с операционной системой: разработка, исследования, наука, тестирование, внедрение, сопровождение, партнерства, сертификация и т.д.

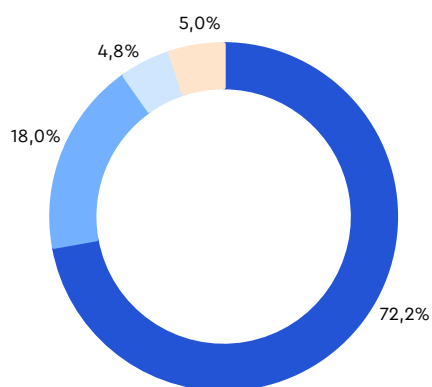
- Доля рынка в 75% будет сохраняться за счет уникальных возможностей, значительного отрыва по экосистеме технологических партнеров, интегрированной экосистемы собственных продуктов и многочисленной команды, большого количества успешных кейсов.
- Устойчивость модели базируется на большой базе партнерств, собственных ресурсов и продуктов компании.

Интерфейс операционной системы Astra Linux



Источник: данные компании

Структура акционеров



■ Д. ФРОЛОВ ■ И. СИВЦЕВ (СЕО) ■ КВАЗИКАЗНАЧЕЙСКИЕ АКЦИИ ■ В СВОБОДНОМ ОБРАЩЕНИИ

Источник: данные компании

- **Фролов Денис Владимирович** – сооснователь компании, мажоритарный акционер, стаж работы в отрасли – 19 лет. С 2004 г. работал в компаниях: «Вимм-Билль-Данн», «Мосстройресурс», «Вартон», «Лассард», НПО «Русбитех» и ГК «Астра».
- **Сивцев Илья Игоревич** – генеральный директор, сооснователь компании, стаж работы в отрасли – 16 лет. С 2007 г. работал в компаниях «Вартон», НПО «Русбитех» и ГК «Астра».

SWOT-анализ

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ	СЛАБЫЕ СТОРОНЫ
<ul style="list-style-type: none">Самое комплексное предложение на рынке российского инфраструктурного ПО.Самая высокая доля на рынке импортозамещенных ОС.Высокий уровень защиты благодаря встроенным средствам защиты информации.Невысокие требования к аппаратному обеспечению, универсальность поддержки разных типов устройств.Asset-light бизнес-модель.	<ul style="list-style-type: none">Высокая цена относительно российских конкурентов.Низкая доля рынка инфраструктурного ПО за исключением ОС.Относительно невысокая емкость целевого рынка.Отсутствие актуального B2C-продукта.Низкий уровень существующей библиотеки знаний усложняет решение возникающих проблем с ПО.
ВОЗМОЖНОСТИ	УГРОЗЫ
<ul style="list-style-type: none">Консолидация рынка и закрепление лидерских позиций за счет импортозамещения ПО отечественных предприятий и государственных учреждений.Развитие портфеля экосистемных приложений.Усиление позиций в сегменте B2B.Выход в розницу и развитие B2C-сегмента.Возможность экспансии ПО на перспективных рынках развивающихся стран.	<ul style="list-style-type: none">Возможное возвращение иностранных вендоров ПО.Усиление конкуренции со стороны российских отраслевых лидеров из смежных областей.Бесплатные версии Linux с большим количеством совместимых программ.Задержка в процессе миграции российского бизнеса на отечественное ПО.Снижение уровня государственной поддержки.Дефицит кадров в ИТ-отрасли.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ИНФРАСТРУКТУРНОГО ПО

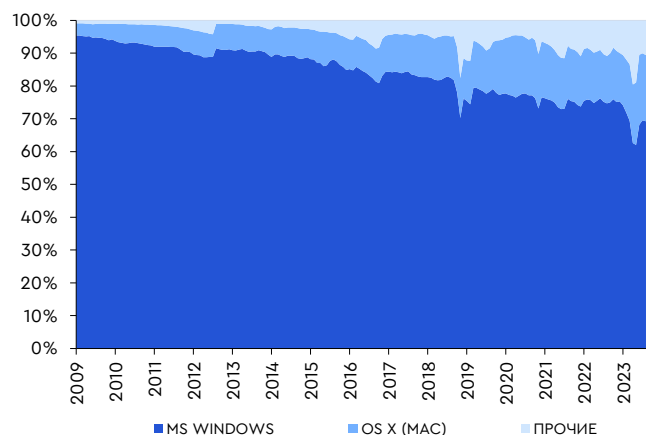
В 2022 г. на российском рынке ИТ произошли тектонические сдвиги на фоне закрытия бизнеса в России большинством международных компаний. В результате на рынке образовались свободные ниши, которые стали заполняться локальными игроками. В определенных сегментах рынка позиции локальных игроков были достаточно сильны и до 2022 г., например, в дистрибуции и интеграции или кибербезопасности. В других сегментах, например в инфраструктурном ПО, позиции российских игроков были изначально слабее.

Сетевой эффект

Рынок операционных систем (ОС) можно считать классическим примером натуральных монополий. К примеру, в мировом масштабе почти 90% рынка ОС для настольных ПК и ноутбуков приходится на Microsoft и Apple, в мобильных ОС почти 100% занимают Google и Apple, а в серверных системах более 80% приходится на Microsoft и IBM (Red Hat).

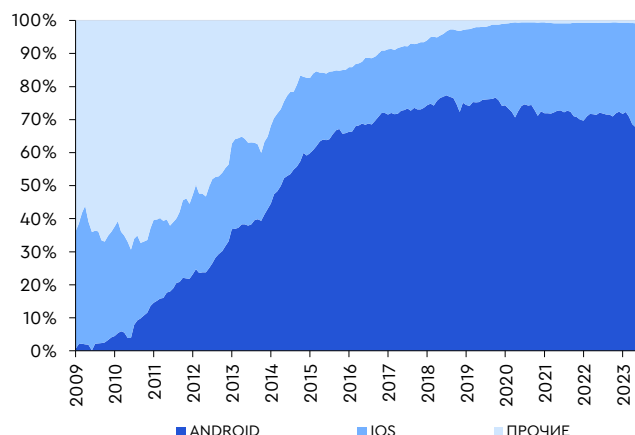
ОС является ярким примером сетевого эффекта: высокая доля определенной ОС среди пользовательских устройств порождает разработку приложений именно со стороны производителей ПО, что приводит к еще большей их популярности среди пользователей. Производитель ОС получает возможность устанавливать наиболее конкурентные цены за счет эффекта масштаба, что создает высокие барьеры для входа конкурирующих ОС на рынок.

Доли ОС – настольные ПК и ноутбуки



Источник: Statcounter

Доли ОС – мобильные устройства



Источник: Statcounter

Эволюция экосистем на базе ОС



Источник: данные компании

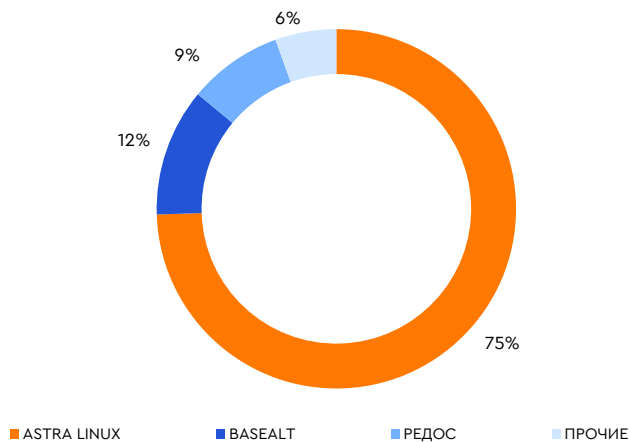
Окна возможностей

В марте 2022 г. был издан Указ Президента РФ №166 «О мерах по обеспечению технологической независимости и безопасности критической информационной инфраструктуры (КИИ) Российской Федерации». Он обязывает органы государственной власти и компании из стратегически значимых отраслей, таких как здравоохранение, транспорт, связь, финансы, энергетика, промышленность и др., осуществить переход на отечественное ПО до 1 января 2025 г.

В августе 2023 г. Microsoft объявила о невозможности продлевать лицензии на свои продукты для пользователей из РФ. По оценкам экспертов, доля Microsoft Windows на российском рынке ОС в 2022 г. превышала 50%.

На российском рынке в настоящее время присутствует более 30 разработчиков. При этом доля Astra Linux в сегменте ОС является доминирующей – около 75%.

Доли рынка отечественных ОС, 2022 г.



Источник: Strategy Partners

С учетом законодательных инициатив, действий международных разработчиков, а также особенностей рынка ОС, Astra Linux имеет наилучшие шансы стать ОС «по умолчанию» для российских государственных и корпоративных пользователей, заняв место Microsoft. Доминирующая позиция на рынке ОС, по нашему мнению, будет способствовать развитию экосистемы продуктов ГК «Астра» за счет лучшей совместимости с ОС и возможностью продажи в пакете с ОС, что улучшит конкурентное предложение по сравнению с другими вендорами.

Карта импортозамещения в разрезе продуктов ГК «Астра»

Операционная система	Microsoft Red Hat	Astra Linux
СУБД	ORACLE Microsoft IBM	tantor
Управление инфраструктурой	Microsoft Red Hat	ALD Pro
Средства виртуализации	vmware Microsoft Red Hat citrix	TERMIDESK ESPECT vmmanager
Резервное копирование	VEEAM COMMVAULT VERITAS	RuBackup
Мобильная работа и почтовые решения	Microsoft IBM citrix vmware	RUPST WorksPad
Управление физической инфраструктурой	Hewlett Packard Enterprise Schneider Electric ZABBIX riverbed	dc manager
Биллинг облачных сервисов	velvica WHMOS HostBill	billmanager
Централизованное развертывание	Red Hat Microsoft IBM	ASTRA AUTOMATION

Источник: данные компании

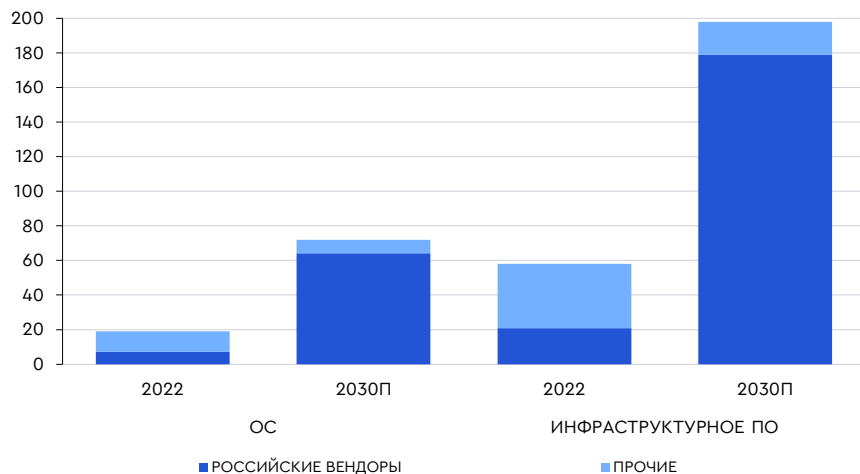
ГК «Астра» имеет наиболее комплексное предложение на рынке инфраструктурного ПО

Ключевые продуктовые сегменты Рынка инфраструктурного ПО	АСТРА	РЕДСОФТ	скала^p	base alt	ROSA	НИШЕВЫЕ ИГРОКИ
	Операционная система	✓	✓	✗	✓	✓
СУБД	✓	✓	✓	✗	✗	Posgres
Виртуализация	✓	✓	✓	✓	✓	BASIS
Резервное копирование	✓	✗	✗	✗	✗	КИБЕР ПРОТЕКТ
Почтовый сервис	✓	✗	✗	✗	✗	COMMUNIGATE SYSTEMS
Управление мобильностью	✓	✓	✗	✗	✓	✗
Управление инфраструктурой	✓	✓	✗	✗	✓	✗

Источник: данные компании

По оценкам консалтинговой компании Strategy Partners, доля российских вендоров в сегменте инфраструктурного ПО в 2021 г. составляла 8%. Это значительно меньше, чем у отечественных производителей в других сегментах ИТ-рынка: по оценкам Б1, доля российских игроков во всех продуктовых сегментах в 2021 г. составляла 45%. При этом рынок инфраструктурного ПО является привлекательным с точки зрения импортозамещения, поэтому доля российских вендоров будет расти: согласно прогнозам Strategy Partners, к 2030 г. она достигнет 90%. Емкость рынка инфраструктурного ПО к 2030 г. оценивается в 270 млрд руб., что подразумевает среднегодовой темп роста (CAGR) в 17%. При этом сегмент российских производителей будет расти значительно быстрее (CAGR – 31%).

Объемы рынка ОС и инфраструктурного ПО, млрд руб.

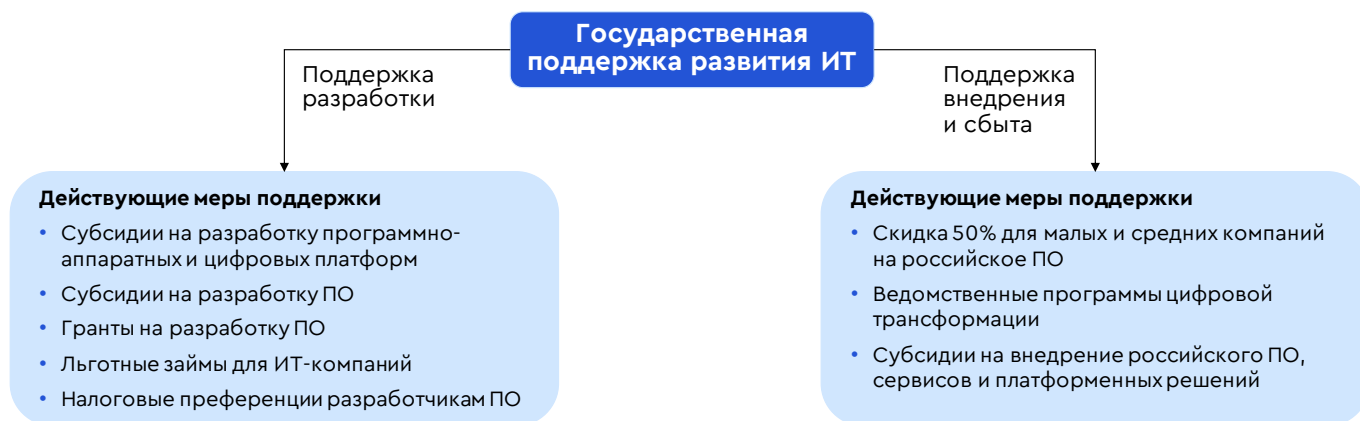


Источник: Strategy Partners

Государственная поддержка

В последние годы стратегическое значение ИТ-отрасли заметно возросло. При этом в отрасли наблюдается дефицит финансовых и кадровых ресурсов, что стало особенно заметно в 2022 г. Для решения проблемы правительство РФ ввело дополнительные меры поддержки отрасли, основные из которых представлены на схеме.

Меры господдержки ИТ-отрасли



МЕРА ГОСПОДДЕРЖКИ	ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЙ АКТ	СУТЬ ПОДДЕРЖКИ
Налоговый маневр для ИТ	№265 – ФЗ	Освобождение от НДС, страховые взносы снижены с 30 (14)% до 7,6%, налог на прибыль снижен до 0%.
Программа льготных кредитов для системообразующих предприятий	ПП РФ от 26.04.2022 г. №754	Ставка 11%, лимит для компаний в 10 млрд руб., для группы компаний в 30 млрд руб.
Мораторий на выездные налоговые проверки	Указ Президента №231 от 31.03.2023	Приостановка проведения выездных налоговых проверок в отношении ИТ-компаний до 3 марта 2025 года.
Скидка 50% на российское ПО	ПП РФ от 28.06.2021 №1031	Скидка распространяется на малые и средние предприятия.
Льготное кредитование цифровой трансформации	ПП РФ от 05.12.2019 №1598	Ставка 1-5%, лимит 5 млрд руб. для компании и 10 млрд руб. для программы. Банку субсидируется 100% ключевой ставки.
Дополнительные меры поддержки		Отсрочка от армии для сотрудников ИТ-компаний, льготная ипотека для сотрудников ИТ-компаний.

Источник: Strategy Partners

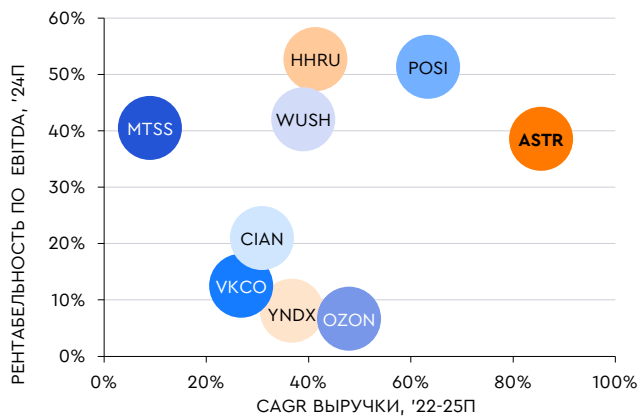
Международные перспективы

Мы не рассматриваем международную экспансию в качестве базового вектора развития ГК «Астра». Тем не менее мы считаем возможными сценарии возникновения запроса на альтернативу продуктам глобальных вендоров со стороны ряда дружественных стран. В качестве потенциального источника спроса ГК «Астра» выделяет такие регионы, как Ближний Восток, Северная Африка, Индия, Бразилия и Индонезия, с совокупным населением около 2,5 млрд человек и ВВП около 11 трлн долл. По оценке Strategy Partners, объем рынка инфраструктурного ПО этих стран в 2022 г. составлял 5,7 млрд долл., а к 2030 г. он достигнет 11,6 млрд долл. Таким образом, емкость потенциальных новых рынков для ГК «Астра» в 4–5 раз больше российского.

Позиционирование внутри вселенной российских технологических компаний

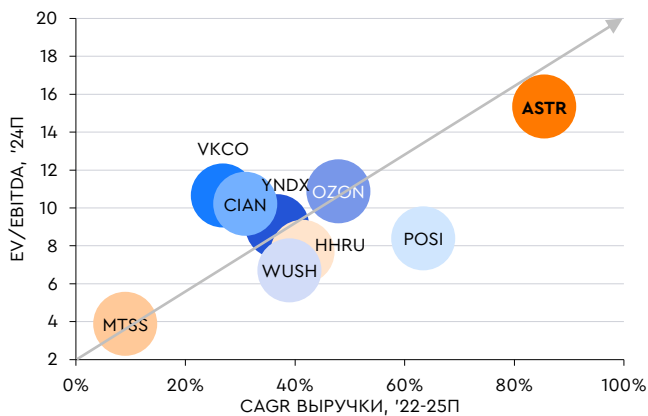
По нашим прогнозам, ГК «Астра» будет демонстрировать самые высокие темпы роста выручки в секторе российских технологических компаний в среднесрочной перспективе, при этом поддерживая рентабельность выше средней по отрасли. В настоящий момент ГК «Астра» оценивается с премией к конкурентам по мультипликатору EV/EBITDA '24П, однако с учетом значительно более высокого темпа роста премия выглядит оправданной.

Рост против рентабельности российских ИТ-компаний



Источник: Газпромбанк

Сравнительная стоимость российских технологических компаний



Источник: Газпромбанк

Ключевые финансовые метрики

Помимо традиционных показателей МСФО, Астра публикует ряд метрик с учетом специфики бизнеса, которые используются в том числе для расчета дивидендов. Взаимосвязь между ключевыми метриками и показателями МСФО отражена на схеме.

Ключевые финансовые метрики



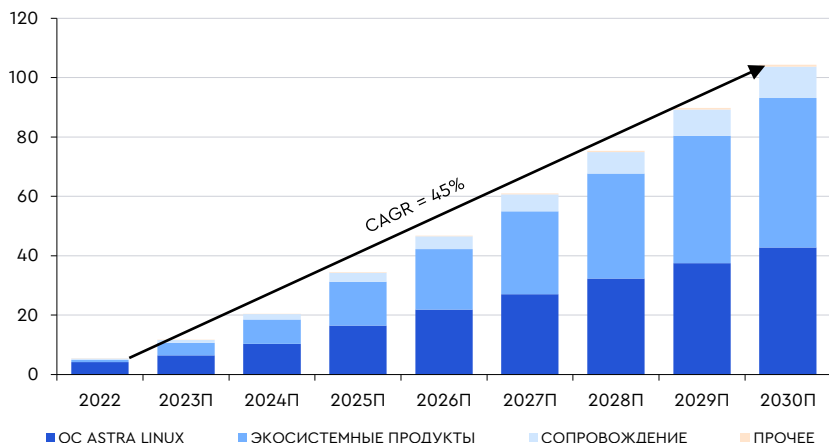
Источник: данные компании

ПРОГНОЗНАЯ МОДЕЛЬ

Выручка

Для прогнозирования выручки мы исходили из предположения о сохранении лидерства в сегменте импортозамещенных ОС (рост доли рынка с 75% в 2022 г. до 80% в 2030 г.) и значительном росте доли в сегменте экосистемных продуктов (с 5% в 2022 г. до 34% в 2030 г.) за счет доминирующей позиции на рынке ОС. В таком сценарии среднегодовой темп роста выручки до 2030 г. составит 45%, а доля экосистемных продуктов вырастет с 13% в 2022 до 48% в 2030 г.

Динамика выручки ГК «Астра», млрд руб.

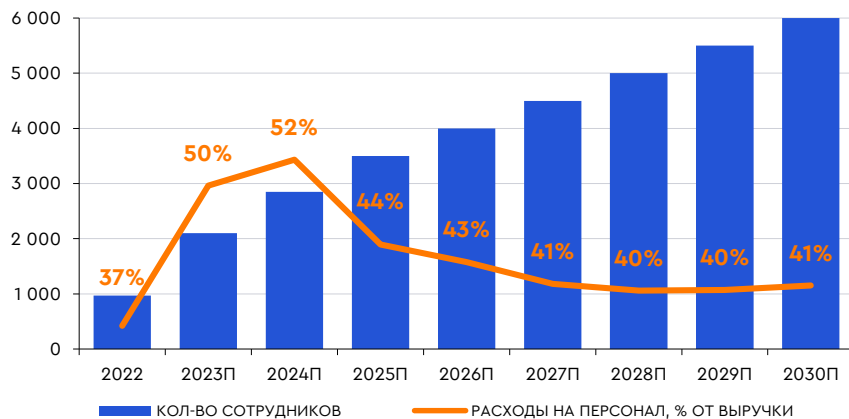


Источник: данные Компании, оценки Газпромбанка

Операционные расходы, EBITDA

Расходы на персонал составляют самую значительную часть затрат ГК «Астра» (около 80% операционных расходов в 2022 г.). На конец 2022 г. численность сотрудников группы составляла 968 человек, а по итогам 1П23 – выросла до 1 654 человек*. На долю ИТ-специалистов приходится 60–70% численности персонала и более 50% – в фонде оплаты труда (1П23). Мы прогнозируем активное расширение штата в период 2023–2025 гг. для успешного масштабирования бизнеса и, как следствие, увеличение расходов на персонал темпами, опережающими рост выручки. После 2025 г. мы ожидаем более умеренного расширения и вступления в силу эффекта масштаба, что позволит снизить удельный вес расходов на персонал.

Динамика численности и расходов на персонал

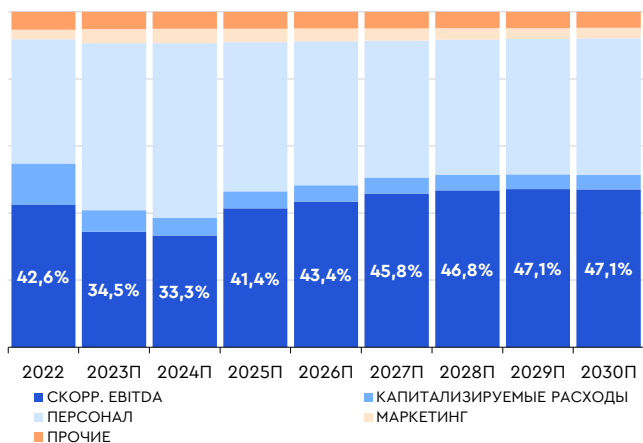


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

* Затраты и численность персонала включают данные по ООО «Экзософт», которое не входит в периметр консолидации по МСФО.

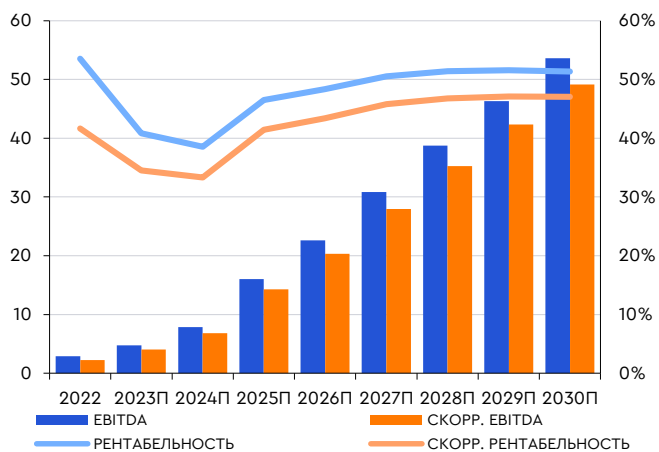
В результате повышенных инвестиций в персонал мы ожидаем снижения рентабельности в 2023-2024 гг. с постепенным восстановлением по мере проявления эффекта масштаба за счет роста доли рынка. По нашим прогнозам, к 2030 г. рентабельность превысит 51% по EBITDA и 47% – по скорректированной EBITDA, а среднегодовой темп роста EBITDA и скорректированной EBITDA до 2030 г. составит 43% и 44% соответственно.

Структура операционных расходов ГК «Астра»



Источник: Газпромбанк

Динамика EBITDA (л. шк.) и рентабельности (пр. шк.) ГК «Астра», млрд руб.

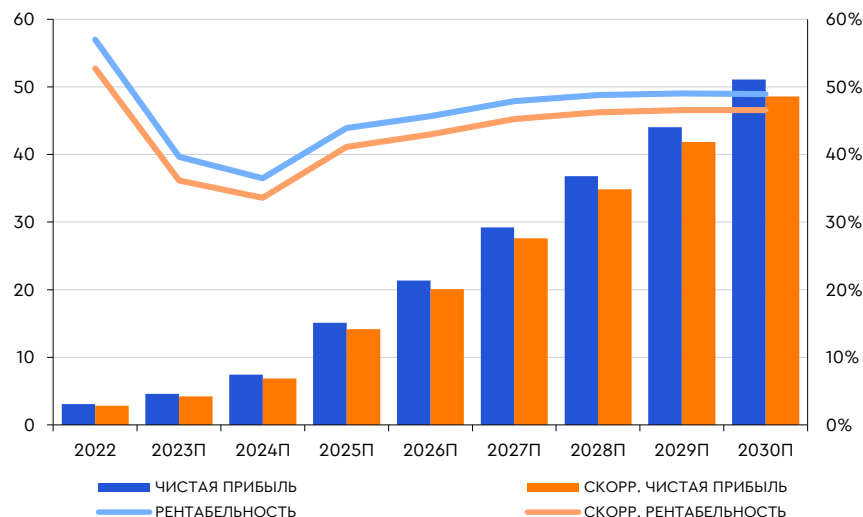


Источник: Газпромбанк

Финансовые расходы, чистая прибыль

В 2021-2022 гг. чистая прибыль была сопоставима с EBITDA благодаря положительному салдо финансовых доходов и расходов и минимальной налоговой нагрузке (эффективная налоговая ставка – 3% в 2021 г. и 1% в 2022 г.) из-за налоговых льгот для ИТ-компаний. В финансовой модели мы закладываем сохранение налоговых преференций на всем горизонте планирования.

Динамика чистой прибыли (л. шк.) и рентабельности (пр. шк.) ГК «Астра», млрд руб.

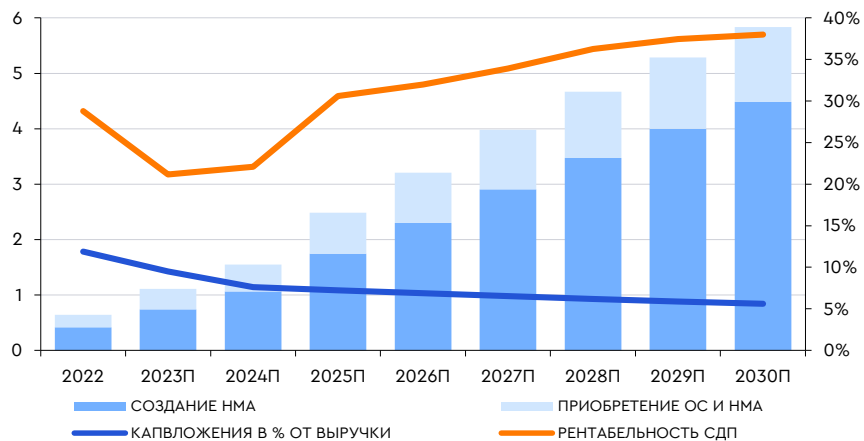


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Капитальные расходы, свободный денежный поток

Значительную часть капитальных затрат ГК «Астра» составляют расходы на создание нематериальных активов, то есть капитализируемые расходы на разработку. В 2022–2023 гг. их доля в общей сумме капитальных затрат составляла около 65%. В 2021–2022 гг. отношение капитальных вложений к выручке находилось на уровне 12–14%, и мы прогнозируем, что в долгосрочном периоде оно будет стремиться к диапазону 5–7%, что совпадает с долгосрочным целевым уровнем самой компании. Таким образом, согласно нашему прогнозу, рентабельность свободного денежного потока к 2030 г. вырастет до 38%.

Динамика капитальных расходов и рентабельности ГК «Астра», млрд руб.

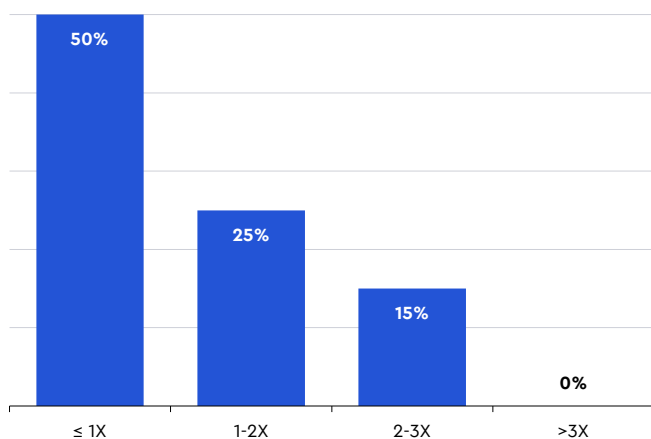


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Дивиденды

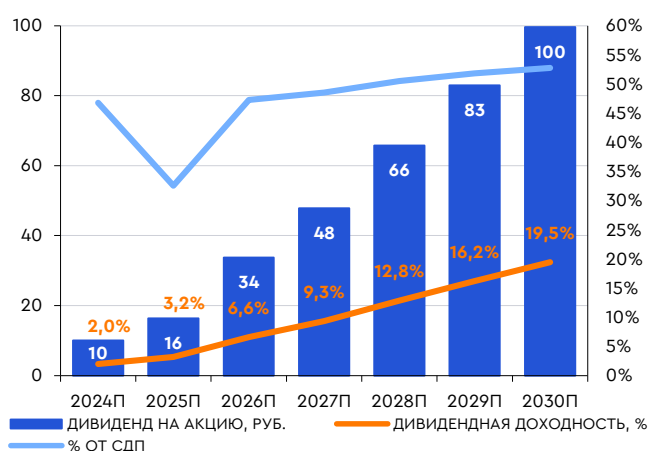
Перед публичным размещением акций ГК «Астра» приняла дивидендную политику, согласно которой дивидендные выплаты рассчитываются от скорректированной чистой прибыли, а минимальный коэффициент выплат варьируется от 0% до 50% в зависимости от долговой нагрузки по показателю «Чистый долг/ LTM скорр. EBITDA». Согласно нашим прогнозам, с учетом привлеченных на IPO средств чистая денежная позиция на конец 2023 г. составит 4,5 млрд руб., а с учетом прогнозов денежных потоков в будущем она будет только увеличиваться (при условии отсутствия сделок M&A значительных размеров). Таким образом, мы прогнозируем дивидендные выплаты на уровне 50% скорректированной чистой прибыли, что подразумевает выплату в 10 руб./акц. в 2024 г. (дивидендная доходность 2%) и рост до 100 руб./акц. к 2030 г. (19,5%). Отметим, что наш прогноз подразумевает минимальный уровень дивидендных выплат, предусмотренных дивидендной политикой, поэтому он является консервативным и, на наш взгляд, вероятность более значительного уровня выплат достаточно высока.

Минимальный уровень дивидендных выплат в зависимости от долга



Источник: данные компании

Прогноз дивидендных выплат



Источник: оценки Газпромбанка

ОЦЕНКА

Методика оценки

Для оценки справедливой стоимости ГК «Астра» мы использовали метод дисконтирования денежных потоков. На постпрогнозной стадии мы используем терминальный темп роста на уровне 4%, который является базовым для оценки компаний технологического сектора по нашей методологии.

Параметры модели дисконтирования

	ЗНАЧЕНИЕ	КОММЕНТАРИЙ
Безрисковая ставка	12,0%	Доходность 10-летних ОФЗ.
Премия за рыночный риск	6,8%	Усредненное значение дифференциала индексов полной доходности акций и облигаций Московской Биржи.
Beta	1,2	Усредненный эмпирический коэффициент Beta по отраслям информационных и компьютерных сервисов и разработки ПО.
Специфическая риск-премия	2,0%	Размер, ликвидность, отраслевые риски
Ставка дисконтирования	22,0%	
Постпрогнозный темп роста	4,0%	Базовый уровень = 4%.

Источник: оценка Газпромбанка

Дисконтирование денежных потоков

Модель ДДП, млн руб.

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕБИТДА	4 765	7 862	15 999	22 600	30 849	38 742	46 313	53 600
(-) Налог	-43	-69	-141	-199	-272	-343	-411	-476
(+/-) Изменение оборотного капитала	-1 479	-2 106	-3 247	-4 675	-6 400	-6 949	-7 575	-8 284
(-) Инвестиции	-1 109	-1 551	-2 486	-3 209	-3 978	-4 668	-5 285	-5 833
(+/-) Лизинг, проценты	337	370	407	448	493	542	596	656
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	2 470	4 506	10 533	14 965	20 690	27 324	33 639	39 663
ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК		3 685	7 043	8 183	9 252	9 991	10 059	9 698

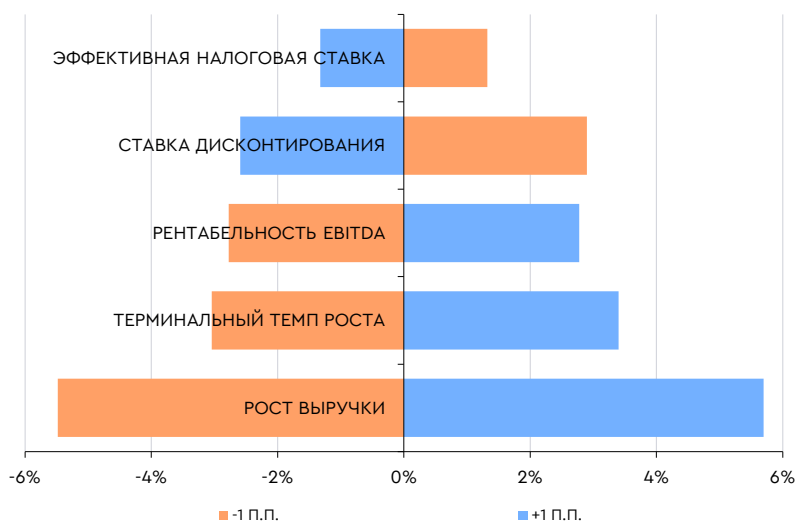
Источник: оценка Газпромбанка

Оценка справедливой стоимости

Приведенная стоимость денежных потоков, млн руб.	65 300
+ Стоимость терминального периода, млн руб.	65 963
Стоимость акционерного капитала, млн руб.	131 263
Количество акций в обращении, млн	210
Справедливая стоимость, руб.	625
+ Ожидаемый дивиденд	10
Целевая цена, руб.	635
Текущая цена, руб.	512
Потенциал роста/(падения)	24%

Источник: оценка Газпромбанка

Анализ чувствительности



Источник: оценка Газпромбанка

Сравнительный метод: рыночные мультипликаторы

Мы рассмотрели рыночные мультипликаторы международных компаний-аналогов для более полного анализа уровня справедливой стоимости ГК «Астра». Мы также применили к рыночным мультипликаторам международных компаний дисконт, основанный на дифференциале безрисковых ставок, чтобы учесть валютные и страновые риски.

С учетом страновых факторов ГК «Астра» торгуется на уровне международных аналогов по коэффициенту «EV/EBITDA '25П» и дисконтом 24% по «P/E '25П». На наш взгляд, ГК «Астра», при более высоком темпе роста российского рынка по сравнению с мировым, заслуживает премии к аналогам с поправкой на страновые факторы.

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов ГК «Астра»

КОМПАНИЯ	СТРАНА	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
		2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Microsoft	США	11,1x	9,8x	8,6x	22,4x	19,6x	16,5x	33,2x	28,8x	24,5x
Alphabet	США	5,1x	4,6x	4,2x	13,0x	11,2x	9,9x	23,2x	20,4x	17,9x
IBM	США	3,0x	2,9x	2,8x	12,3x	11,7x	10,9x	15,9x	15,1x	14,1x
Oracle	США	7,2x	6,7x	6,1x	14,4x	12,7x	11,5x	19,9x	17,6x	15,4x
SAP	Германия	4,9x	4,5x	4,1x	15,2x	13,5x	11,9x	26,3x	22,2x	19,0x
Vmware	США	6,0x	5,7x	4,4x	18,5x	17,5x	12,7x	20,8x	18,2x	17,2x
ServiceNow	США	14,0x	11,6x	9,6x	41,9x	34,1x	27,8x	62,0x	50,4x	41,1x
Atlassian Corporation Plc	Великобритания	11,4x	9,4x	7,6x	55,2x	43,0x	33,4x	77,2x	61,9x	45,1x
Splunk Inc	США	6,9x	6,1x	5,3x	28,7x	24,8x	20,4x	35,2x	30,3x	23,9x
Медиана		6,9x	6,1x	5,3x	18,5x	17,5x	12,7x	26,3x	22,2x	19,0x
ГК «Астра»		8,9x	5,1x	3,0x	21,9x	13,3x	6,5x	22,6x	14,0x	6,9x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов ГК «Астра» с учетом дисконта

КОМПАНИЯ	СТРАНА	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
		2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Microsoft	США	5,6x	5,0x	4,4x	11,4x	10,0x	8,4x	16,9x	14,6x	12,4x
Alphabet	США	2,6x	2,3x	2,1x	6,6x	5,7x	5,0x	11,8x	10,4x	9,1x
IBM	США	1,5x	1,5x	1,4x	6,2x	5,9x	5,5x	8,1x	7,7x	7,2x
Oracle	США	3,7x	3,4x	3,1x	7,3x	6,4x	5,8x	10,1x	8,9x	7,8x
SAP	Германия	2,3x	2,1x	1,9x	7,1x	6,3x	5,5x	12,2x	10,3x	8,8x
Vmware	США	3,0x	2,9x	2,2x	9,4x	8,9x	6,4x	10,6x	9,2x	8,7x
SeviceNow	США	7,1x	5,9x	4,9x	21,3x	17,3x	14,1x	31,5x	25,6x	20,9x
Atlassian Corporation Plc	Великобритания	6,1x	5,1x	4,1x	29,7x	23,2x	18,0x	41,6x	33,3x	24,3x
Splunk Inc	США	3,5x	3,1x	2,7x	14,6x	12,6x	10,4x	17,9x	15,4x	12,1x
Медиана		3,5x	3,1x	2,7x	9,4x	8,9x	6,4x	12,2x	10,4x	9,1x
ГК «Астра»		8,9x	5,1x	3,0x	21,9x	13,3x	6,5x	22,6x	14,0x	6,9x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Исторические и прогнозные финансовые результаты

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	CAGR 2022- 2030П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ И УБЫТКАХ											
ВЫРУЧКА	2 159	5 395	11 666	20 399	34 417	46 765	61 032	75 386	89 833	104 377	45%
Себестоимость	-434	-922	-2 018	-3 571	-6 095	-8 379	-11 060	-13 815	-16 646	-19 554	
Коммерческие расходы	-333	-573	-1 819	-3 314	-4 611	-5 911	-7 174	-8 552	-10 034	-11 608	
Административные расходы	-322	-1 054	-3 342	-6 089	-8 472	-10 860	-13 182	-15 713	-18 436	-21 330	
Прочие доходы/(расходы)	-37	-49	-156	-284	-394	-506	-614	-732	-858	-993	
Операционная прибыль	1 032	2 797	4 331	7 142	14 845	21 110	29 001	36 574	43 859	50 891	44%
Финансовые доходы/(расходы) и прочие	78	306	337	370	407	448	493	542	596	656	
Прибыль до налогообложения	1 110	3 103	4 668	7 512	15 252	21 558	29 494	37 116	44 455	51 547	42%
Налог на прибыль	-31	-29	-43	-69	-141	-199	-272	-343	-411	-476	
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	1 079	3 074	4 625	7 443	15 111	21 358	29 222	36 774	44 045	51 071	42%
ЕБИТДА	1 082	2 887	4 765	7 862	15 999	22 600	30 849	38 742	46 313	53 600	44%
Рентабельность	50,1%	53,5%	40,8%	38,5%	46,5%	48,3%	50,5%	51,4%	51,6%	51,4%	
Скорр. ЕБИТДА	789	2 246	4 023	6 799	14 256	20 301	27 943	35 269	42 314	49 115	47%
Скорр. чистая прибыль	1 009	2 843	4 215	6 856	14 148	20 089	27 617	34 856	41 836	48 594	43%
БАЛАНС											
Внеоборотные активы	955	1 916	2 692	3 767	5 472	7 652	10 330	13 443	16 937	20 763	35%
Дебиторская задолженность	1 065	3 441	7 590	13 537	20 784	29 371	39 864	51 210	63 464	76 688	
Прочие оборотные активы	10	46	56	71	95	117	141	166	191	216	
Денежные средства и эквиваленты	116	698	1 645	3 799	10 530	17 960	28 059	40 962	56 510	74 554	
Оборотные активы	1 192	4 184	9 291	17 408	31 410	47 447	68 064	92 337	120 165	151 457	57%
АКТИВЫ	2 147	6 100	11 983	21 175	36 882	55 099	78 394	105 780	137 102	172 220	52%
Акционерный капитал и резервы	38	10	10	10	10	10	10	10	10	10	
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	87	1 453	5 785	11 120	22 804	37 088	56 265	79 230	105 847	136 000	
КАПИТАЛ	125	1 463	5 795	11 130	22 814	37 098	56 275	79 240	105 857	136 010	76%
Долгосрочные обязательства	692	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	0%
Контрактные обязательства	375	888	2 054	3 732	5 483	7 194	8 985	10 909	12 956	15 116	
Кредиторская задолженность	427	1 154	2 668	4 846	7 120	9 341	11 667	14 165	16 823	19 628	
Прочие краткосрочные обязательства	527	1 305	176	176	176	176	176	176	176	176	
Краткосрочные обязательства	1 330	3 347	4 898	8 754	12 778	16 711	20 828	25 249	29 954	34 919	34%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	2 022	4 637	6 188	10 045	14 069	18 001	22 119	26 540	31 245	36 210	29%
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	2 147	6 100	11 983	21 175	36 882	55 099	78 394	105 780	137 102	172 220	52%
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДС											
Прибыль до налогообложения	1 110	3 103	4 668	7 512	15 252	21 558	29 494	37 116	44 455	51 547	
Износ и амортизация	125	211	332	476	780	1 029	1 301	1 555	1 790	2 008	
Прочие неденежные корректировки	-112	-384	-337	-370	-407	-448	-493	-542	-596	-656	
Изменение оборотного капитала	-188	-1 023	-1 479	-2 106	-3 247	-4 675	-6 400	-6 949	-7 575	-8 284	
Сальдо процентных и налоговых доходов/(расходов)	-103	-44	293	301	266	249	220	199	186	180	
Операционный денежный поток	833	1 862	3 478	5 813	12 645	17 712	24 122	31 379	38 260	44 795	49%
Приобретение ОС и НМА	-106	-223	-367	-488	-743	-911	-1 072	-1 196	-1 286	-1 348	
Создание НМА	-188	-418	-742	-1 063	-1 743	-2 298	-2 906	-3 473	-3 999	-4 485	
Прочая инвестиционная деятельность	-500	-437	0	0	0	0	0	0	0	0	
Инвестиционный денежный поток	-794	-1 078	-1 109	-1 551	-2 486	-3 209	-3 978	-4 668	-5 285	-5 833	24%
СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК	539	1 221	2 369	4 262	10 159	14 504	20 144	26 711	32 976	38 962	54%
Дивиденды	-126	-567	-1 422	-2 108	-3 428	-7 074	-10 045	-13 808	-17 428	-20 918	
Финансовый денежный поток	-141	-203	-1 422	-2 108	-3 428	-7 074	-10 045	-13 808	-17 428	-20 918	
Чистый денежный поток	-103	581	947	2 155	6 731	7 429	10 099	12 902	15 548	18 044	54%
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	219	116	698	1 645	3 799	10 530	17 960	28 059	40 962	56 510	
Денежные средства и эквиваленты на конец периода	116	698	1 645	3 799	10 530	17 960	28 059	40 962	56 510	74 554	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, но была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафными убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.

НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ