



Группа Астра

Обновление целевой цены с учетом консервативных ожиданий по росту рынка ИТ и налоговых изменений

Вывод

Мы обновили наш финансовый прогноз и целевую цену по Группе Астра с учетом ожиданий по вектору денежно-кредитной политики ЦБ до конца текущего года и на 2026П, ее влияния на спрос на ИТ-рынке, а также с учетом предлагаемых изменений в НК РФ в части сокращения для разработчиков ПО налоговых льгот. Ключевые предположения нашего прогноза – рост отгрузок (без НДС) в 2025-26П в умеренном диапазоне 12-17% г/г и удержания маржи EBITDA скорр. (после LTI) ~31% и рентабельности NIS на уровне 13-14% благодаря сохранению компанией консервативного подхода к управлению операционными затратами и ликвидностью. Мы также более консервативно подходим к прогнозу дивидендов за 2025ФГ и 2026ФГ, предполагая, что в условиях макроэкономической и рыночной неопределенности компания будет ориентироваться на нижнюю планку дивидендной политики (25% от NIS). Мы ожидаем реализацию отложенного спроса на ИТ в 2027П и частично в 2028П с ускорением роста отгрузок (без НДС) до 40-37% г/г и значительным улучшением показателей рентабельности.

В результате обновления вводных финансовой модели мы установили целевую цену по ASTR на уровне 380 руб., сохранив рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА. На фоне новостей о возможной отмене льготы по НДС котировки впервые ушли ниже цены IPO (333 руб.) и на текущий момент торгуются с дисконтом 17%. Мы считаем акции ASTR существенно перепроданными на этих уровнях и видим потенциал роста на 37% к целевой цене. Среди потенциальных катализаторов роста в ближайшие 6 месяцев мы отмечаем: 1) смягчение ДКП с опережением наших текущих ожиданий; 2) внесение изменение в НК РФ по более мягкому сценарию (особенно в части НДС); 3) потенциальный сюрприз на уровне отгрузок в 4К25 за счет внеочередных продаж лицензий на ПО до введения НДС. Следующая коммуникация менеджмента с инвесторами состоится 27 ноября вместе с публикацией результатов за 9М25 по МСФО.

Инвестиционный анализ

ASTR впервые торгуется существенно ниже цены IPO. В последние несколько недель акции Группа Астра, так же, как и бумаги других компаний-разработчиков ПО, находятся под сильным давлением на фоне новостей о возможном существенном сокращении налоговых льгот для ИТ-компаний с 2026 г., а также на фоне более консервативных ожиданий по поводу траектории смягчения ДКП и «маятника» геополитической ситуации. 29 сентября котировки ASTR впервые пробили цену публичного размещения и на текущий момент торгуются на 17% ниже цены IPO.

Возможное возвращение НДС на продажу ПО создает неопределенность в отношении перспектив роста в 2026П, но главным фактором, влияющим на вектор рынка ИТ, остается ключевая ставка. Возможная отмена льготы 0% по НДС при продажах отечественного ПО создает существенную неопределенность в отношении траектории роста российского рынка ИТ в 2026П: ключевые опасения инвесторов связаны с тем, что вендоры не смогут переложить налог в полном объеме на заказчиков и будут вынуждены частично пожертвовать своей выручкой. Мы полагаем, что отрасль сможет избежать развития ситуации по наихудшему сценарию благодаря тому, что: 1) отрасль начала активный диалог с государством, и сохраняется вероятность того, что НДС в 2026П не будет введен одномоментно по ставке 22%, а отмена льготы будет более плавной; 2) учитывая резкую сезонность ИТ-рынка, вендоры имеют запас времени, чтобы провести переговоры с покупателями об индексации прайс-листов до наступления следующего высокого сезона спроса (4К26). В целом мы ожидаем, что 2026П станет годом адаптации всех участников рынка к новым условиям, а с 2027П отрасль вернется к нормальной траектории роста. При этом основным фактором, влияющим на кривую спроса в ИТ, остается ключевая ставка, и мы полагаем, что ее снижение до приемлемых для бизнеса уровней (12-15%) станет импульсом для реализации отложенного спроса в секторе.

Не ожидаем значительных негативных трендов в финансовой отчетности в ближайшие 3-4 квартала. Предстоящая отчетность Группы Астра за 3К25 (27 ноября) не должна принести сюрпризов «на уровне цифр». Основной фокус будет направлен на заявления менеджмента относительно поведения заказчиков в сложившихся условиях. 4К25 может принести определенный сюрприз на уровне отгрузок и выручки, если часть заказчиков предпочтет подписать контракты на покупку ПО до конца 2025 г., пока они не облагаются НДС. Учитывая низкую сезонность 1 полугодия в ИТ-отрасли, результаты за 1К26-2К26, на наш взгляд, также не должны стать пугающими для инвесторов в части объемов бизнеса, при этом будет виден первичный эффект на EBITDA от повышения страховых взносов. Скорее, в 1П26 мы будем ожидать со стороны ИТ-компаний сигналов о том, что отрасль смогла избежать развития ситуации по наихудшему сценарию.

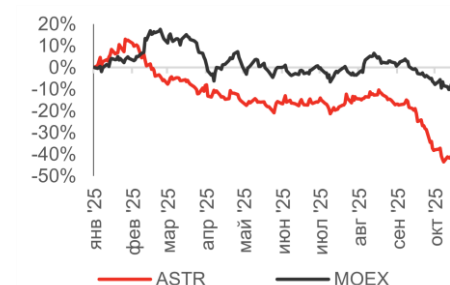
Рынок акций
Информационные технологии
17 октября 2025 г.

Рекомендация / Целевая цена

Тикер	ASTR RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	277,65
Целевая цена	380
Потенциал роста	37%
Цена IPO	333

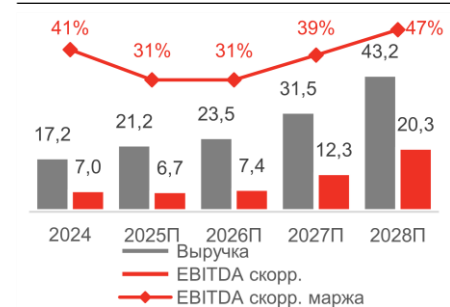
Источник: CBonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 16 октября 2025 г.

Динамика акций



Источник: CBonds, Альфа-Банк

Выручка и EBITDA скорр., млрд руб.



Источник: данные Компании, Альфа-Банк

Текущие мультипликаторы

	2025П	2026П	2027П
EV/Выручка	2,83x	2,55x	1,90x
EV/EBITDA скорр.	9,02x	8,14x	4,87x
P/E	11,03x	10,93x	5,88x

Источник: CBonds, Альфа-Банк

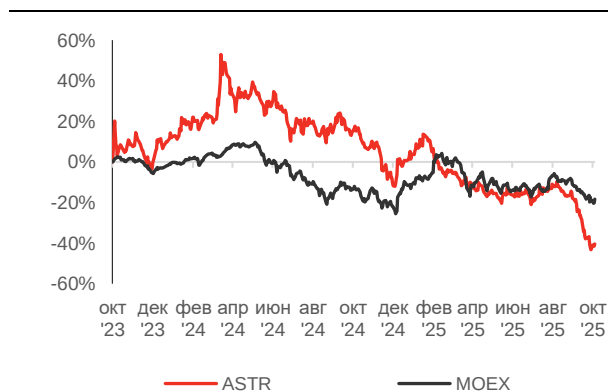
Под внешним давлением котировки впервые упали ниже цены IPO. За последние 12М акции АСТР преимущественно торговались в коридоре выше цены IPO (333 руб.) и ниже цены SPO, состоявшегося в апреле 2024 г. (555 руб.). Давление на бумаги АСТР и акции других компаний-разработчиков ПО с начала года оказывали макроэкономическая конъюнктура с высокой КС, ограничивающие спрос в ИТ-секторе, а также опасения по поводу возвращения на российский рынок ИТ западных вендоров (которые, однако, не реализовались и мы также не видим угроз этого как минимум в ближайшие 12-18М). 29 сентября котировки впервые с момента IPO пробили цену публичного размещения на новостях о возможном сокращении налоговых льгот для ИТ-отрасли и отсутствии позитивного прогресса на геополитическом и макроэкономическом фронте, которые спровоцировали массовую распродажу бумаг в секторе. С начала года котировки снизились на 41% против падения на 8% индекса Мосбиржи и торгуются на 17% ниже цены IPO. На текущий момент акции Группы Астра торгуются по мультипликаторам 2025-26 EV/EBITDA на уровне 9,0-8,1х и PE 11,0-10,9х.

Рис. 1: АСТР: динамика акций с момента IPO



Источник: Cbonds, Альфа-Банк

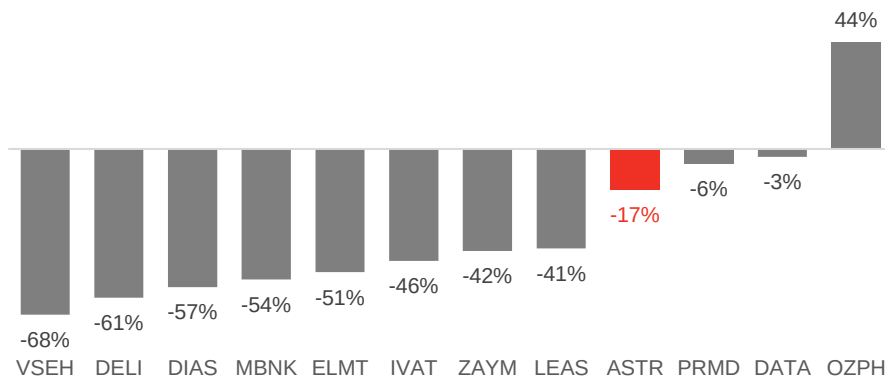
Рис. 2: Изменение цены акций Группы Астра по сравнению с индексом Мосбиржи с момента IPO



Источник: Cbonds, Альфа-Банк

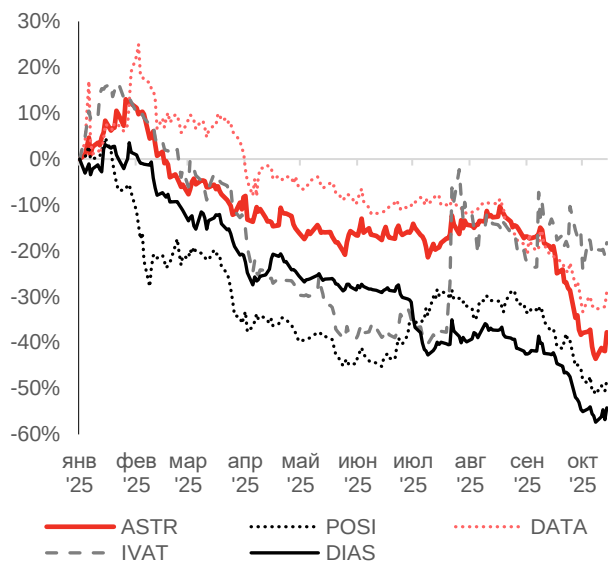
Среди компаний, ставших публичными с конца 2023 г., у всех, за исключением Озон Фармацевтика, котировки значительно снизились по сравнению с ценой IPO. В технологическом секторе наряду с Группой Астра ниже цены IPO впервые упали котировки Arenadata, а цена POSI на минимуме последних 12М (979,8 руб.) была всего на 27% выше стартовой цены IPO декабря 2021 г.

Рис. 3: Текущая цена акций к цене IPO, %



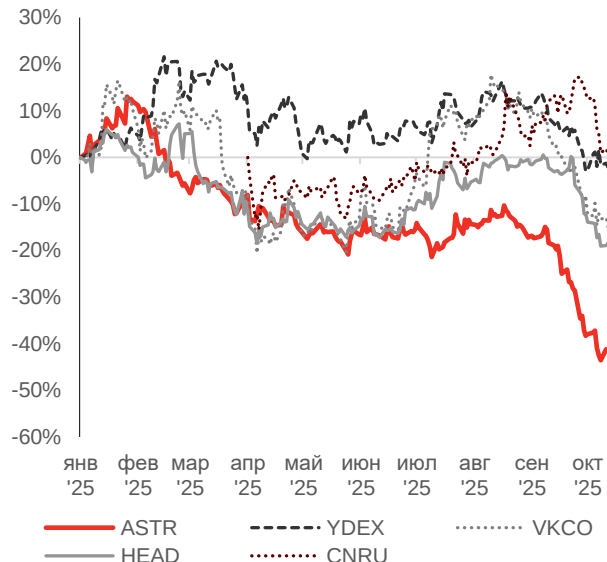
Источник: Cbonds, Альфа-Банк

Рис. 4: Сравнение динамики акций с начала года с бумагами сектора (разработчики ПО)



Источник: Cbonds, Альфа-Банк

Рис. 5: Сравнение динамики акций с начала года с бумагами сектора (Интернет-платформы)

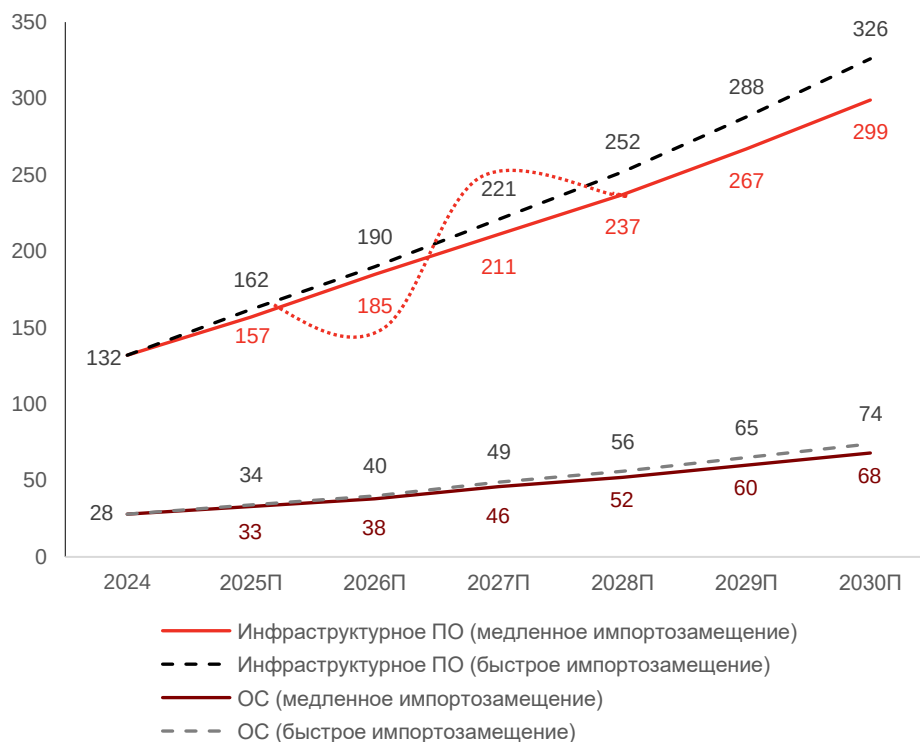


Источник: Cbonds, Альфа-Банк

Рынок: основным фактором кривой спроса на ИТ остается ключевая ставка

Согласно последнему опубликованному (в мае 2025 г.) прогнозу *Strategy Partners*, который предполагает медленное импортозамещение, российский рынок инфраструктурного ПО будет расти в среднем на 14,7% в год и достигнет 299 млрд руб. к 2030П, при этом ОС для ПК и серверов останется наиболее крупным сегментом на всем горизонте. При реализации сценария с быстрым импортозамещением, к 2030П рынок увеличится до 326 млрд руб. при среднегодовых темпах роста 16,2%. Прогноз за 2026 год предполагает роста рынка инфраструктурного ПО на 18% г/г до 185 млрд руб. и далее в 2027 г. на 14% г/г до 211 млрд руб. Прогноз для сегмента ОС для ПК и серверов предполагает рост на 15% г/г в 2026П и на 21% г/г в 2027П. Соответственно, оценки *Strategy Partners* не учитывают потенциальное влияние на емкость целевых сегментов рынка Группы Астра возможной отмены с 2026 г. льготы по НДС для компаний-разработчиков российского ПО, а также в части макроэкономической конъюнктуры могут базироваться на более оптимистичных ожиданиях траектории смягчения ДКП по сравнению с текущими ожиданиями рынка. Хотя вопрос отмены с 2026 г. льготы по НДС для разработчиков ПО пока остается открытым (см. раздел ниже), мы полагаем, что потенциальное негативное влияние этой меры на бюджеты заказчиков ИТ и доходы ИТ-компаний (и прогноз объема рынка, соответственно) будет ограничено следующим годом, а к 2027 г. отрасль адаптируется к новым условиям. При этом снижение ключевой ставки до приемлемых для бизнеса уровней (12-15%) станет импульсом для реализации отложенного спроса в секторе, которая, по нашим ожиданиям, произойдет в 2027П и частично в 2028П.

Рис. 6: Российский рынок инфраструктурного ПО, млрд руб.



Источник: *Strategy Partners*, Альфа-Банк

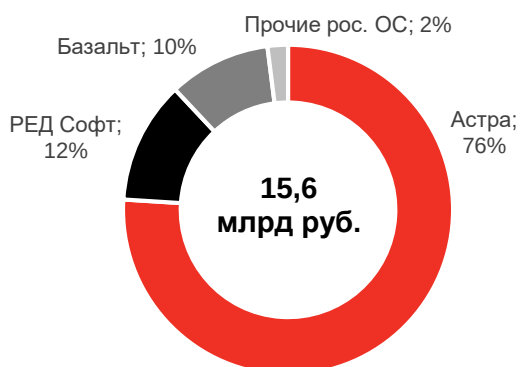
По оценке *Strategy Partners*, к концу 2024 г. российские ОС заняли более половины внутреннего рынка (55%). При этом рынок остается достаточно консервативным в части отказа от привычных решений от Microsoft: наличие параллельного импорта, бессрочных лицензий и пиратского ПО обуславливает плавное замещение иностранных решений до 20% рынка к 2030 г. При этом в 2024 г. *Strategy Partners* отмечает завершение таких деструктивных процессов на российском рынке ОС, как ценовая нестабильность, уход значительно части рынка в серую зону (нелицензионное ПО), склонность операторов ИТ-инфраструктуры откладывать импортозамещение ПО. По прогнозу *Strategy Partners*, опубликованному в июне 2025 г. в 2025П российский рынок ОС для ПК и серверов вырастет на 20% г/г до 18,7 млрд руб. При этом мы отмечаем, что в середине года оценки роста рынка в 2025П могли быть более оптимистичными на фоне ожиданий более активного смягчения ДКП к концу года. Кроме этого, мы отмечаем, что *Strategy Partners* снизили свой прогноз на среднесрочную перспективу на 30-14% для 2027П-30П по сравнению с прогнозом, опубликованным в мае 2024 г.

Рис. 7: Рынок ОС для ПК и серверов, млрд руб. (российские вендоры)



Источник: Strategy Partners

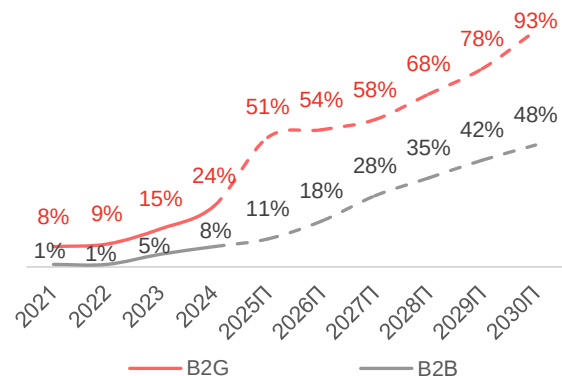
Рис. 9: Доли рынка ключевых игроков в 2024 г. (по выручке)



Источник: Strategy Partners

По прогнозу *Strategy Partners*, в государственном секторе уровень проникновения российских ОС приблизится к 100% к 2030П. При этом в коммерческом секторе данный уровень в 2030П только приблизится к 50%, таким образом, сохраняя потенциал для дальнейшего наращивания проникновения и после 2030П.

Рис. 8: Проникновение российских ОС для ПК и серверов для основных сегментов заказчиков в России, %



Источник: Strategy Partners

По итогам 2024 г. Группа Астра сохранила лидерские позиции с долей 76% (как и в 2023 г.), а доля топ-3 продавцов увеличилась на 1 пп. г/г до 98%. К прочим российским ОС относятся SberOS (Сбер начал перевод собственных рабочих мест, банкоматов и серверов на in-house решения с дальнейшими планами вывода продуктов на рынок), а также разработчики Основа, Атлант, Rosa и др. На март 2025 г. в Реестре отечественного ПО ~58 продуктов зарегистрированы как операционные системы общего назначения (рост числа решений на 16% за год). Минцифры России по инициативе отраслевых объединений рассматривает возможность сокращения количества ПО, признанного российским. Отмечается излишнее разнообразие ОС, что усложняет развитие совместимости прикладного ПО.



Группа Астра имеет самую развитую экосистему инфраструктурного ПО, продукты компании представлены во всех основных сегментах рынка.

Рис. 10: Развитие экосистем на рынке инфраструктурного ПО

Сегменты российского рынка инфраструктурного ПО	 АСТРА	 РЕД СОФТ	 basealt	 ROSA
Операционная система	✓  ASTRA LINUX	✓ РЕД ОС	✓ Альт СП Альт Рабочая станция Альт Сервер	✓ РОСА «Хром» РОСА «Кобальт»
Безопасность и доступ	✓  ALD Pro	✓ РЕД АДМ	✓ Базальт СПО	✗ Отсутствует
Почтовые сервисы	✓  RUPOST	✗ Отсутствует	✗ Отсутствует	✗ Отсутствует
Решения для резервного копирования	✓  RuBackup	✗ Отсутствует	✗ Отсутствует	✗ Отсутствует
ПО для управления инфраструктурой	✓  billmanager ✓  dcimanager	✓ РЕД АДМ ✗ Отсутствует	✗ Отсутствует ✗ Отсутствует	✓ РОСА «Менеджер рес.» ✓ РОСА «Центр управл.»
ПО для виртуализации и построения частных облаков	✓  TERMIIDESK  vmmanager	✓ РЕД Виртуализация	✓ Альт Сервер Виртуализации	✓ ROSA VIRTUALIZATION
ПО для управления мобильностью (ЕММ)	✓  WorksPad	✗ Отсутствует	✗ Отсутствует	✗ Отсутствует
СУБД	✓  fantor	✓ РЕД База Данных	✗ Отсутствует	✗ Отсутствует
Мобильные решения	✓  ASTRA LINUX	✓ РЕД ОС М	✓ ALT Mobile	✓ РОСА МОБАЙЛ
Платформа для разработчиков	✓  GitFlic	✓ Ред Платформа	✓ Альт Платформа	✗ Отсутствует

Источник: Strategy Partners

Государственная поддержка компаний в сфере разработки ПО и изменения в налоговом законодательстве с 2026 г.

В последние несколько лет российская отрасль ИТ пользуется значительными как налоговыми, так и неналоговыми мерами государственной поддержки. Ключевыми налоговыми льготами являются льгота по налогу на прибыль организаций, льгота по страховым взносам на ФОТ, льгота по НДС. Среди ключевых неналоговых мер поддержки – льготное кредитование и гранты, мораторий на налоговые проверки, льготы для ИТ-специалистов. Для покупателей российского ПО также действуют финансовые стимулирующие меры, позволяющие снизить базу налога на прибыль (повышающий коэффициент 2х для отдельных расходов на приобретение ПО, а также ускоренная амортизация с коэффициентом не выше 3х). В таблице ниже представлена информация о действующих льготах по налогообложению для аккредитованных российских разработчиков ПО.

Таблица 11: Налоговые льготы для аккредитованных ИТ-организаций

НДС на программы для ЭВМ и базы данных, включенные в Единый реестр российских программ для ЭВМ и баз данных		
1 января 2021 г. - 31 декабря 2025 г.	0,0%	
 Проект Минфина: с 1 января 2026 г.	22,0%	
Налог на прибыль		
1 января 2022 г. - 31 декабря 2024 г.	0,0%	
1 января 2025 г. - 31 декабря 2030 г.	5,0%	
 Предложение ИТ-индустрии: с 1 января 2026 г.	>5,0%	
Ставка отчисления страховых взносов		
	Для взносов, исчисляемых в пределах установленной единой предельной величины базы для исчисления страховых взносов	Для взносов, исчисляемых свыше установленной единой предельной величины базы для исчисления страховых взносов
1 января 2022 г. - 31 декабря 2024 г.	7,6%	0,0%
1 января 2025 г. - 31 декабря 2025 г.	7,6%	7,6%
 Проект Минфина: с 1 января 2026 г.	15%	7,6%
Справочно: общий тариф для других отраслей	30%	15,1%
Предельная база выплат (руб. на работника в год)		
2021 г.	1 465 000	+13% з/з
2022 г.	1 565 000	+7% з/з
2023 г.	1 917 000	+22% з/з
2024 г.	2 225 000	+16% з/з
2025 г.	2 759 000	+24% з/з
2026 г. (проект бюджета СФР)	2 979 000 ¹	+8% з/з

Источник: НК РФ Статья 284, Альфа-Банк, Ведомости

Предложенный к утверждению проект государственного бюджета на 2026 год включает внесение ряда изменений в Налоговый кодекс РФ и подзаконные акты, регулирующие налогообложение компаний в сфере ИТ, в частности:

- повышение с 1 января 2026 г. тарифа **страховых взносов** с 7,6% до 15% с сумм в пределах установленной единой предельной величины базы для исчисления взносов (ЕПВБ; в 2026 г. составит 2,979 млн руб. в год, показатель ежегодно индексируется). Для сумм сверх ЕПВБ сохраняется пониженный тариф 7,6%. При этом общая ставка страховых взносов в пределах ЕПВБ составляет 30%, свыше ЕПВБ – 15,1%. Таким образом, тарифы страховых взносов для компаний в сфере ИТ, имеющих право на льготу, в 2026 г. будут вдвое ниже общего уровня. Текущие положения НК РФ предусматривают бессрочное действие льготы по страховым взносам для компаний в сфере ИТ. Согласно расчетам Минфина, в 2026 г. дополнительные поступления во внебюджетные фонды в результате повышения страхового взноса для ИТ оцениваются в 123,2 млрд руб., в

¹ https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_36589/aa2e336dff18eff13640d1e0848f5528e1b3c1db/

2027 г - в 133,2 млрд руб., в 2028 г - 143,3 млрд руб². (итого около 400 млрд руб. за три года);

- отмена с 1 января 2026 г. действующей льготы по **НДС** (в настоящее время предусмотрено полное освобождение от уплаты) при коммерциализации ПО, включенного в единый реестр отечественного программного обеспечения. Согласно действующим положениям подпункта 26 статьи 149 Налогового кодекса «в том числе НДС не облагаются операции с «исключительными правами на программы для ЭВМ и базы данных, включенные в единый реестр российских программ для ЭВМ и баз данных». В случае утверждения предложенной поправки, к российскому ПО с 2026 г. будет применяться НДС по ставке 22%, в соответствии с инициативой Минфина по повышению общей ставки налога с текущих 20%. Минфин России считает, что отмена нулевой ставки по НДС при коммерциализации программного обеспечения, включенного в реестр отечественного софта, принесет в бюджет дополнительные 25 млрд руб. в 2026 г.³

По нашей оценке, влияние очередного (ранее льгота по страховым взносам корректировалась с 1 января 2025 г.) сокращения льготы по страховым взносам для ИТ-компаний будет наибольшим на компании с высокой долей ФОТ в выручке. Среди публичных ИТ-компаний – это Диасофт и Арендата. В несколько меньшей степени будут затронуты Positive Technologies и Группа Астра. Минимальным будет влияние на Софтлайн и IVA Technologies. Предварительно мы оцениваем негативный эффект от сокращения льготы по страховым взносам (при прочих равных условиях - без учета отмены льготы по НДС и прочих факторов) с 2026 г. в пределах 4-15% от EBITDA (OIBDA). При этом в среднесрочной перспективе (2-4 года) мы ожидаем, что разработчики ПО смогут полностью переложить дополнительные затраты на персонал на своих заказчиков в рамках регулярных циклов индексации стоимости лицензий на ПО.

Таблица 12: ФОТ и страховые взносы публичных компаний ИТ-сектора

	Софтлайн	Positive Technologies	Группа Астра	Арендата	Диасофт	IVA Technologies
Доля ФОТ (с учетом страховых взносов) в % от выручки - в среднем за 2022-24 гг.	24%	39%	43%	51%	54%	11%
2022	16%	34%	36%	56%	47%	11%
2023	21%	35%	40%	49%	50%	9%
2024	33%	45%	46%	51%	63%	12%
2025П	36%	39%	46%	54%	Н.п.	14%
Эфф. ставка страховых взносов						
2022	11.8%	3.8%	5.7%	Н.д.	Н.д.	Н.д.
2023	9.0%	3.6%	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.
2024	9.2%	3.8%	Н.д.	~5%	Н.д.	Н.д.
1П25	Н.д.	7.9%	Н.д.	~7%	Н.д.	Н.д.
2025ФГ - оценка	Н.д.	≤7.6%	≤7.6%	≤7.6%	Н.д.	≤7.6%
2026 - оценка	Н.д.			>7,6% и <15%		

* Для Диасофт - финансовые годы, заканчивающиеся 31 марта
 Источник: данные компаний, Альфа-Банк

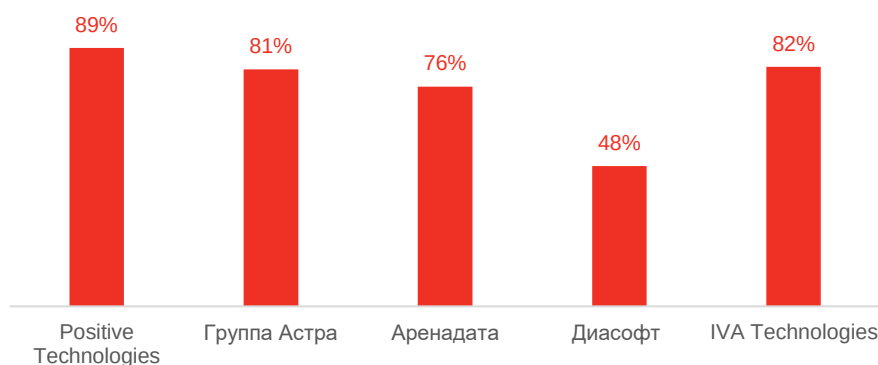
Мы затрудняемся предоставить достоверную числовую оценку потенциальному влиянию отмены льготы по НДС на бизнес, выручку и денежные потоки российских разработчиков ПО с 2026 года, так как оно будет зависеть от многих факторов, включая: 1) способности вендоров переложить налог на покупателей лицензий на ПО полностью или частично, 2) способности заказчиков в течение короткого срока (ближайших 2-3 кварталов, то есть до наступления высокого сезона в ИТ в 4К26) скорректировать вверх свои бюджеты на ИТ-проекты и покупку лицензий на ПО, 3) у каждого конкретного вендора - структуры отгрузок (выручки) в части организаций, начисляющих и не начисляющих НДС на свои продукты и услуги (к последним

² Источник: <https://www.interfax.ru/business/1049849>

³ Источник: <https://www.interfax.ru/business/1051240>

среди прочих относятся банки, ФОИВы/РОИВы, которые являются крупными покупателями лицензий на ПО), а также 4) структуры выручки в разрезе продаж лицензий на ПО (текущий НДС 0%) и продаж оборудования и ИТ-услуг (текущий НДС 20%).

Рис. 13: Доля продаж ПО и лицензий (без НДС) в выручке в 2024 г.



Источник: данные компаний, Альфа-Банк

В целом мы ожидаем, что введение НДС по ставке 22% сместит кривую роста выручки вендоров отечественного ПО в 2026 г. несколько вниз (в рамках всей отрасли мы не ожидаем, что уже в первый год возвращения НДС вендоры смогут полностью переложить налог на покупателей). Очевидно, что предстоящий год станет годом адаптации участников рынка к налоговым изменениям и поиска баланса спроса и предложения в том числе в условиях более продолжительного (чем ожидалось еще в середине 2025 года) сохранения высокой ключевой ставки. В конечном итоге, являясь оборотным налогом, НДС будет полностью переложен на заказчиков российского ПО, что потребует определенной корректировки их бюджетов на развитие ИТ организаций, в том числе в рамках реализации сложных комплексных многолетних проектов. При этом на фоне риска возвращения НДС на продажу ПО с 2026 г. компании сектора начали стимулировать своих заказчиков подписывать контракты на покупку лицензий (без НДС) до конца 2025 года и предлагать им специальные условия в рамках таких внеочередных сделок. В частности, о таких инициативах заявили Positive Technologies и «Базальт СПО»⁴. Соответственно, такие дополнительные продажи предполагают вероятность позитивного сюрприза на уровне отгрузок и выручки компаний в 4K25.

Крайне негативная первичная реакция в акциях публичных российских ИТ-компаний на новости о потенциальном материальном сокращении налоговых льгот для отрасли с 2026 года свидетельствует о значительном росте неопределенности в секторе, связанном с продолжительностью и глубиной льгот в будущем. Возрастают риски того, что значимые налоговые льготы могут быть отменены раньше, чем прежние ожидания инвесторов. В соответствии с текущим налоговым законодательством, льгота по налогу на прибыль (5%) для аккредитованных разработчиков ПО будет действовать до конца 2030 г. **В нашем базовом сценарии мы предполагаем возвращение отрасли к налогообложению по общим принципам (налог на прибыль 25%, страховые взносы в пределах и сверх ЕПВБ 30% и 15,1%) с 2031 года.**

⁴ Источник: https://www.cnews.ru/news/top/2025-10-15_razrabotchik_os_alt_anonsiroval?erid=2W5zFJ3HRL

Предложение ИТ-отрасли по повышению ставки налога на прибыль вместо сокращения льгот по страховым взносам и НДС представляется нам более благоприятным сценарием. 15 октября представители российского ИТ-сообщества, включая ассоциации «Руссофт», АРПП «Отечественный софт», Ассоциацию предприятий компьютерных и информационных технологий (АПКИТ), а также «Опора России» и Фонд развития интернет инициатив (ФРИИ) подписали и направили на имя президента РФ Владимира Путина коллективное обращение, в котором предлагают сохранить для отрасли действующие льготы по НДС (0%) и страховые взносы на ФОТ (плоская шкала 7,6%), а для пополнения бюджета поднять для компаний отрасли ставку по налогу на прибыль (действующая ставка – 5,0%). В письме перечислены наиболее очевидные для экспертов отрицательные последствия от отмены действующих льгот (отмена льготы 0% по НДС и повышение ставки страховых взносов в пределах базы расчета с 7,6% до 15%) для ИТ-компаний:

- по оценке, отмена льготы по НДС и поступление в бюджет дополнительных 25 млрд руб. (оценка Минфина) повлечет за собой недополучение бюджетом 40 млрд руб. по НДС/НДФЛ из-за сокращения персонала ИТ-компаний до 30-40 тыс. человек;
- банкротство, поглощение или уход небольших компаний и стартапов (в том числе из сферы разработки решений для Гособоронзаказа и КИИ), которые не выдержат возросшей налоговой нагрузки. По мнению президента ГК InfoWatch Натальи Касперской, прекратить свою деятельность могут порядка 1,5 тысяч ИТ-компаний;
- бюджет может недополучить около 6,5 млрд руб. по налогу на прибыль из-за значительного сокращения непосредственно прибыли ИТ-компаний;
- отток ИТ-специалистов за границу;
- разработчикам ПО придется повысить цены на свои продукты на 30-35% для компенсации налоговой нагрузки. При этом необходимо учитывать, что крупные заказчики планируют свои бюджеты на 1-3 года и оперативно их изменить не могут. В условиях существующего дефицита бюджетов, заказчики, которые стараются сэкономить в том числе на ИТ, могут сократить закупки ПО. Кроме того, одномоментное повышение цен отраслью предполагает риск возникновения претензий со стороны ФАС и Счетной палаты на предмет наличия картельного сговора;
- прекращение или сокращение инвестиций в разработку ПО, отказ от расширения бизнеса, остановка импортозамещения.

По оценке гендиректора ФРИИ Кирилла Варламова, в случае принятия поправок к НК РФ, только около 10% ИТ-компаний смогут в следующем году переложить дополнительную налоговую нагрузку в повышение цен. Еще около 10% компаний могут сократить свою прибыль до нуля, а остальные будут сокращать персонал, что приведет к потере бюджета по прочим налогам (НДФЛ, налог на прибыль).

По сообщению Интерфакса⁵, представители отраслевых ассоциаций направили письма в органы власти (правительство РФ, Госдуму и Совет Федерации), в которых указали на последствия предлагаемых изменений в НК и предложили начать диалог с отраслью путем формирования совместной рабочей группы по этому вопросу. В частности, ИТ-ассоциации предлагают поручить правительству РФ пересмотреть планы Минфина и «провести анализ возможных источников доходов и выработать совместно более взвешенные меры, позволяющие не допустить указанных негативных последствий для страны в условиях санкций и нарастающего военного

⁵ Источник: <https://www.interfax.ru/business/1052827>

напряжения». Предложения включают сопоставление и взаимоувязку долговой нагрузки на ИТ с ключевой ставкой, а также предоставление бизнесу достаточного переходного периода для адаптации к изменениям.

Корректировка вверх ставки налога на прибыль для ИТ-отрасли представляется нам значительно более предпочтительным сценарием для компаний сектора по сравнению с отменой льготы по НДС и сокращением льготы по страховым взносам, так как такая мера не затронет такие чувствительные для бизнеса и финансового положения компаний аспекты, как 1) контрактные взаимоотношения с клиентами и объем платежеспособного спроса и 2) стоимость рабочей силы, которая является основной статьей операционных затрат. Также с точки зрения денежных потоков в части расчетов с бюджетом по налогам повышение налога на прибыль будет предполагать сохранение сложившегося к настоящему моменту цикла платежей, то есть не потребует от компаний значительных дополнительных мер по управлению ликвидностью в течение финансового года.

Повышение ставки налога на прибыль (с текущих 5%) для публичных ИТ-компаний будет означать необходимость корректировки наших прогнозов дивидендной базы, так как компании сектора рассчитывают величину DPS от чистой прибыли либо показателя NIC. При этом мы также рассматриваем такой сценарий развития ситуации как более благоприятный с точки зрения рыночных инвесторов в акции: 1) дивидендная доходность акций публичных ИТ-компаний обычно не превышает 5% и снижение прогноза по дивидендам, на наш взгляд, не приведет к существенной переоценке их привлекательности; 2) повышение налога на прибыль предполагает лучшую предсказуемость величины будущих дивидендных выплат (вариативность прогноза возникает на уровне непосредственно чистой прибыли компаний) по сравнению со сценарием возвращения НДС и повышения ставки страховых взносов, которые предполагают неопределенность на уровне масштабов бизнеса/выручки и EBITDA.

Таблица 14: Дивидендные политики торгуемых компаний-аналогов

Arenadata	Не менее 50% от NIC при условии ЧД/OIBDA не превышает 2,0x
Группа Астра	Не менее 15% от NIC при условии ЧД/EBITDAC не превышает 2,0x Не менее 25% от NIC при условии ЧД/EBITDAC не превышает 1,0x
Диасофт	Не менее 80% от EBITDA по итогам 12 месяцев, закончившихся 31 марта 2026 года Не менее 50% от показателя EBITDA по итогам 12 месяцев, закончившихся 31 марта 2027 года и последующих 12-месячных периодов
IVA Technologies	Не менее 25% от NIC при условии ЧД/EBITDA не превышает 2,0x
Positive Technologies	от 50% до 100% NIC при условии ЧД/EBITDA не превышает 2,5x
Софтлайн	Не менее 25% от чистой прибыли по МСФО

Источник: данные компаний, Альфа-Банк

В таблице ниже представлена информация об объявленных и выплаченных дивидендах компаний сектора за последние 12М.



Таблица 15: Выплаченные дивиденды публичных ИТ-компаний

	Период, по итогам которого объявлены дивиденды	Размер дивидендов на одну акцию, руб.	Див. доходность на дату закрытия реестра	Дата закрытия реестра
Arenadata	2024	0,86	0,7%	6 июня 2025
	1K25	2,57	2,1%	6 июня 2025
Группа Астра	1K24	7,89	1,5%	9 июля 2024
	9M24	2,64	0,5%	16 января 2025
	2024	3,15	0,8%	10 июля 2025
Диасофт	1K24	28,60	0,6%	09 июля 2024
	2K24	45,00	0,8%	22 сентября 2024
	3K24	45,00	1,0%	8 января 2025
	2024 (по результатам прошлых лет)	53,30	1,4%	21 марта 2025
	1K25	80,00	3,1%	8 июля 2025
Positive Technologies	1K24	47,30 + 4,56 (дополнительные дивиденды)	1,7%	24 мая 2024
Софтлайн	2024	2,50	2,5%	Одобрены советом директоров, не одобрены акционерами и не выплачены
IVA Technologies	2024	3,0	2%	Рекомендация по дивидендам не утверждена на ГОСА

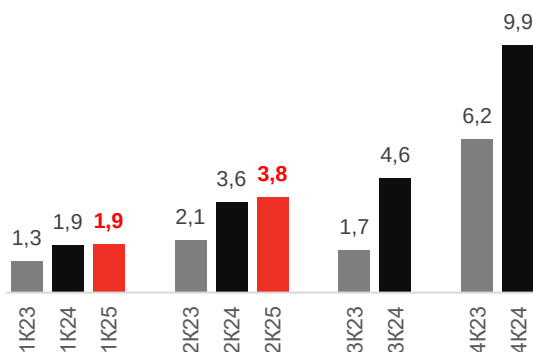
Источник: данные компаний, Cbonds, Альфа-Банк

Итоги 1П25: фокус на эффективность и финансовую устойчивость в условиях «сложного» рынка ИТ

Отгрузки Группы Астра в 1К25-2К25 выросли на скромные 3-5% г/г в связи с давлением со стороны высокой ключевой ставки, которая влияет на инвестиционные бюджеты крупных корпораций.

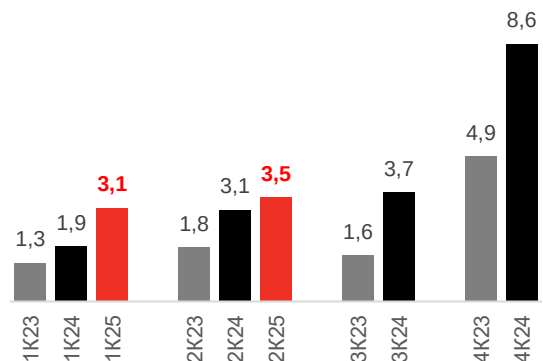
Выручка в 1К25 увеличилась на 70% г/г до 3,1 млрд руб., превывсив показатель отгрузок - существенный вклад в высокую динамику внес одноразовый фактор признания выручки от активации лицензий техподдержки на приобретенные заказчиками в прошлые периоды продукты экосистемы. Рост выручки в 2К25 нормализовался до 13% г/г.

Рис. 16: Отгрузки по кварталам, млрд руб.



Источник: данные компании

Рис. 17: Выручка по кварталам, млрд руб.



Источник: данные компании

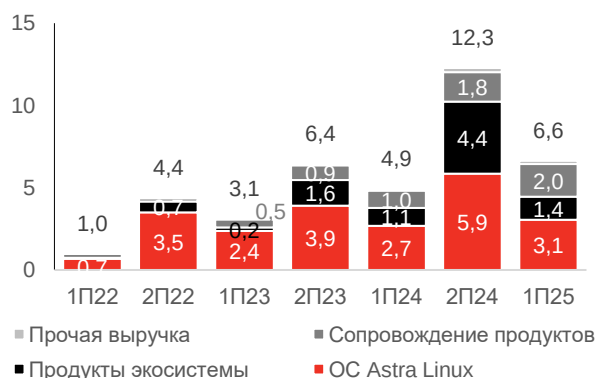
Продажи Группы Астра характеризуются ярко выраженной сезонностью, что в целом характерно для бизнеса разработки ПО и связано с годовым бюджетным циклом заказчиков в государственном и коммерческом секторах.

В 1П25 большую часть новой выручки (56%) принесло сопровождение продуктов. Продажи ОС Astra Linux и продуктов экосистемы добавили, соответственно, по 22-17%.

Доля ОС Astra Linux в выручке в 1П25 составила 46% по сравнению с 54-48% в 1П-2П24. На услуги сопровождения и продукты экосистемы в 1П25 пришлось по 30-21% выручки (в 1П24 - 21-22%).

Менеджмент отметил, что в 1П25 существенный рост отгрузок (почти 2х г/г с низкой базы) продемонстрировала СУБД Tantor. Этот продукт входит в портфель данных, на который компания делает большую ставку. Tantor – ключевая точка роста экосистемы, поскольку данные один из самых важных активов любой компании. В первом полугодии компания отметила достаточное количество новых проектов и заказчиков, которые начали переходить на СУБД Tantor.

Рис. 18: Выручка по сегментам, млрд руб.



Источник: данные компании

Рис. 19: Выручка по сегментам, % от общей выручки

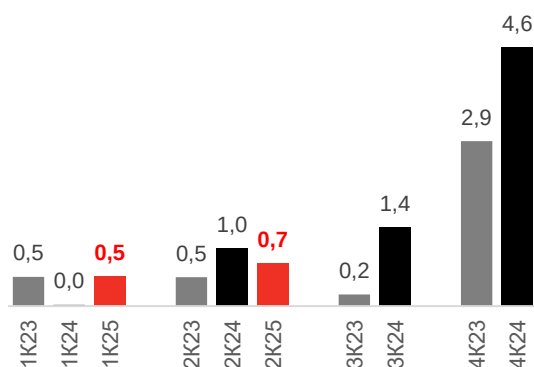


Источник: данные компании

В связи с ярко выраженной сезонностью объемов продаж компании EBITDA внутри года распределяется неравномерно - показатели EBITDA и рентабельности в первом полугодии ниже среднегодовых значений, во втором полугодии и особенно в 4 квартале – выше среднегодовых.

Показатель EBITDA скорр. (на LTI программу) в 2K25 составил 0,4 млрд руб., на 27% меньше г/г на фоне более умеренного роста выручки.

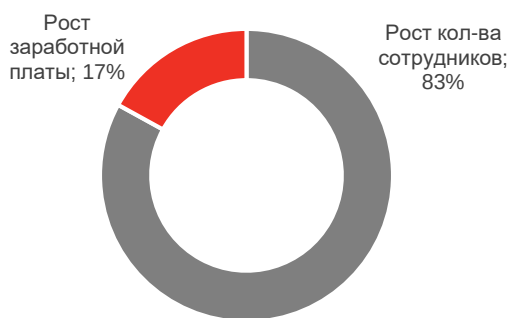
Рис. 20: Скорр. EBITDA по кварталам, млрд руб.



Источник: данные компании

По данным компании, в 1П25 на изменение ФОТ в большей степени повлиял рост количества сотрудников (83%), нежели фактор роста заработной платы (17%).

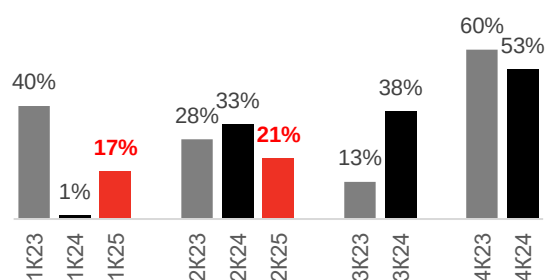
Рис. 22: Факторы изменения ФОТ в 1П25



Источник: данные компании

Маржа EBITDA скорр. в 2K25 составила 21%, что на 12 пп. ниже г/г.

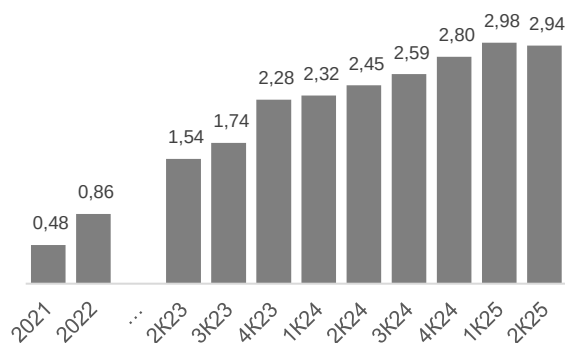
Рис. 21: Скорр. EBITDA маржа по кварталам, %



Источник: данные компании

Менеджмент в июне уточнял, что компания не производит активный найм новых сотрудников: по итогам 2K24 численность персонала даже сократилась на 1,2% кв/кв.

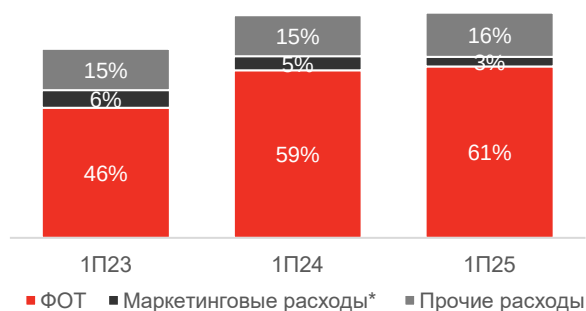
Рис. 23: Численность на конец периода, тыс. человек



Источник: данные компании

На текущий момент компания активно работает над оптимизацией расходов, практически приостановив рост зарплат, и усиливает фокус на повышении операционной эффективности: планирует оптимизировать процессы разработки, устранить дублирующие функции (возникающие в результате M&A-сделок) и перестроить команды в соответствии с новым портфельным подходом развития продуктов.

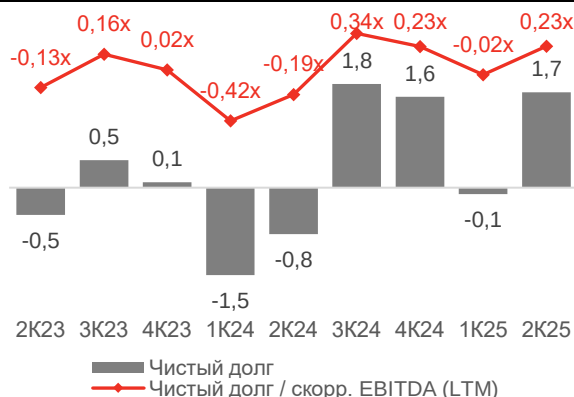
Рис. 24: Операционные расходы (без учета амортизации ОС, НМА и активов в форме права пользования) в % от выручки



* Маркетинговые расходы включают расходы на участие в конференциях и форумах и расходы на маркетинг и рекламу
Источник: данные компании

Компания сохраняет низкую долговую нагрузку в условиях слабого рынка: кредиты и займы на 30 июня составили 2,6 млрд руб., не изменившись кв/кв. Величина денежных средств на балансе уменьшилась до 1,0 млрд руб. (-1,8 млрд руб.). Чистый долг на 30 июня составил 1,7 млрд руб. (0,24x Чистый долг / EBITDA LTM).

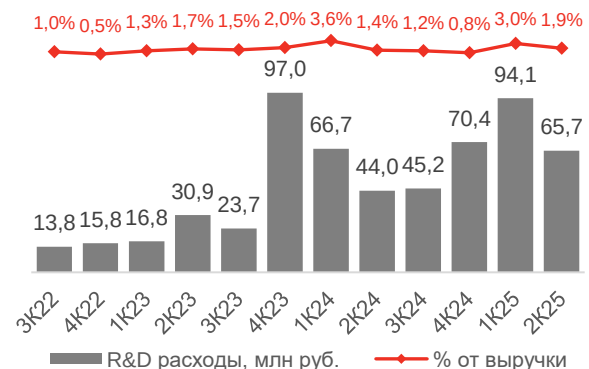
Рис. 26: Чистый долг, млрд руб.



Источник: данные компании

В 1K-2K25 R&D расходы составили 94-66 млн руб., что эквивалентно 3-2% от выручки, в пределах исторических значений.

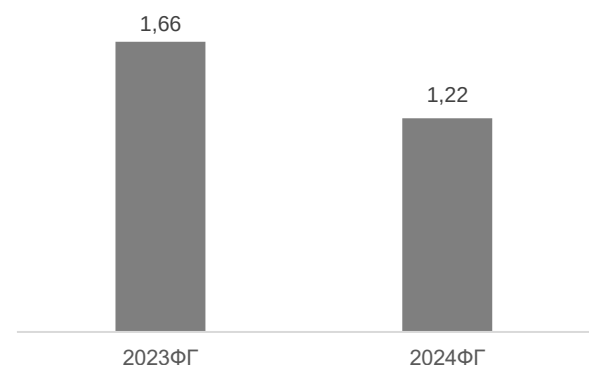
Рис. 25: Расходы на исследования и разработки, млн руб.



Источник: данные компании

Компания выплатила 1,22 млрд руб. из прибыли 2024ФГ, что эквивалентно 20% чистой прибыли за период.

Рис. 27: Дивиденд за 2023-24ФГ, млрд руб.



Источник: данные компании

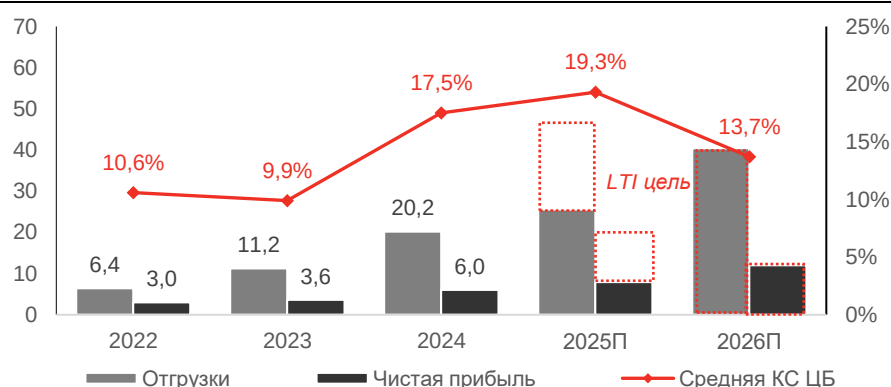
Среднесрочные ориентиры. Менеджмент Группы Астра не предоставляет рынку формальные годовые прогнозы, но при этом раскрывает ключевые показатели мотивационной программы. Изначальный KPI для менеджмента по мотивационной программе предполагал трехкратный рост бизнеса в 2025 г. по отношению к 2023 г. Но такие вызовы 2025 г., как жесткая денежно-кредитная политика, макроэкономическая неопределенность, повышенные страховые взносы, повышение налога на прибыль и окончание льготного кредита внесли свои коррективы. В апреле 2025 г. менеджмент обновил среднесрочные ориентиры: удвоение чистой прибыли по итогам 2026 года относительно 2024 года, то есть примерно до 12 млрд руб. В конце августа менеджмент подтвердил данные ориентиры, учитывая то, что потребность в импортозамещении не уходит, и компания наблюдает отложенный спрос, который похож на эффект пружины и может быть реализован в конце 2025 г. – начале 2026 г. В 3K25 менеджмент видит умеренный рост, чуть выше, чем в 1P25 (когда рост отгрузок составил 4,3% г/г).

Рис. 28: Среднесрочные ориентиры компании

Млрд руб.	2023Ф		Старый прогноз (3х 2025П к 2023)	2024Ф		Новый прогноз (2х 2026П к 2024)
Отгрузки (без НДС)	11,2	~3х	33,7	20,0	-	-
Выручка (без НДС)	9,5	~3х	28,6	17,2	-	-
Чистая прибыль	3,6	~3х	10,9	6,0	~2х	~12,1

Источник: данные компании

Рис. 29: Отгрузки и чистая прибыль, млрд руб.



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Обновление финансового прогноза: реализация отложенного спроса в ИТ с 2027П, консервативный подход к прогнозу налогов

Ниже мы приводим ключевые предпосылки нашего обновленного финансового прогноза для Группы Астра:

- рост отгрузок (без НДС) в 2025-26П в умеренном диапазоне 12-17% г/г и удержание маржи EBITDA скорр. (после LTI) ~31% и рентабельности NIC на уровне 13-14% благодаря сохранению компанией консервативного подхода к управлению операционными затратами и ликвидностью;
- мы также более консервативно подходим к прогнозу дивидендов за 2025ФГ и 2026ФГ, предполагая, что в условиях макроэкономической и рыночной неопределенности компания будет ориентироваться на нижнюю планку дивидендной политики (25% от NIC);
- мы ожидаем реализацию отложенного спроса на ИТ в 2027П и частично в 2028П с ускорением роста отгрузок (без НДС) до 40-37% г/г и значительным улучшением показателей рентабельности;
- наш финансовый прогноз отражает консервативный подход к прогнозированию налогов. В части страховых взносов на ФОТ с 2026П по 2030П включительно мы закладываем применение ставки 15% в пределах единой базы исчислений и 7,6% сверх базы. Мы оцениваем эффект от повышения ставки страховых взносов на величину ФОТ в 2026 г. в ~550 руб. С 2031П мы закладываем в модель возвращение ИТ-отрасли к общим принципам налогообложения, включая ставку страховых взносов 30% в пределах базы исчислений, 15,1% сверх базы, а также налог на прибыль по ставке 25%.

Таблица 30: Финансовый прогноз

Млн руб.	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Отгрузки ОС Astra Linux	8 532	9 411	9 654	13 696	17 278	20 137	23 979	27 650	31 624
Отгрузки - всего без НДС	20 039	22 361	26 163	36 628	50 180	63 729	77 112	90 221	103 754
% г/г		12%	17%	40%	37%	27%	21%	17%	15%
Рост отгрузок, г/г, абс.		2 323	3 801	10 465	13 552	13 549	13 383	13 109	13 533
Рост отгрузок за два года, х	3,12	1,99	1,31	1,64	1,92	1,74	1,54	1,42	1,35
Рынок инфраструктурного ПО - до 2030П - Strategy Partners, далее АБ, млрд руб.	132	157	185	211	237	267	299	331	363
Рынок российских ОС для ПК и серверов, млрд руб.	15,6	18,7	24,4	30,2	38,4	46,6	54,8	62,9	71,1
Доля рынка инфраструктурного ПО	13,0%	13,5%	12,7%	14,9%	18,2%	20,5%	22,2%	23,4%	24,6%
Доля рынка ОС для ПК и серверов	55%	50%	40%	45%	45%	43%	44%	44%	44%
Выручка МСФО	17 206	21 225	23 546	31 500	43 155	54 807	66 316	77 590	89 228
Валовая прибыль	11 186	11 880	13 458	19 497	28 510	37 591	46 329	52 589	61 108
Валовая рентабельность	65,0%	56,0%	57,2%	61,9%	66,1%	68,6%	69,9%	67,8%	68,5%
Исследования и разработки	-226	-386	-480	-575	-676	-791	-906	-1 162	-1 321
Коммерческие расходы	-2 725	-3 734	-4 435	-5 159	-6 050	-6 990	-7 895	-9 852	-11 123
Управленческие расходы	-2 717	-2 437	-2 912	-3 538	-4 308	-5 067	-5 783	-7 031	-7 976
Операционная прибыль	5 518	5 323	5 631	10 225	17 476	24 743	31 744	34 544	40 689
В % от выручки:									
Исследования и разработки	-1,3%	-1,8%	-2,0%	-1,8%	-1,6%	-1,4%	-1,4%	-1,5%	-1,5%
Коммерческие расходы	-15,8%	-17,6%	-18,8%	-16,4%	-14,0%	-12,8%	-11,9%	-12,7%	-12,5%
Управленческие расходы	-15,8%	-11,5%	-12,4%	-11,2%	-10,0%	-9,2%	-8,7%	-9,1%	-8,9%
Финансовые доходы	1 303	719	501	542	791	1 030	1 532	2 181	3 005
Финансовые расходы	-564	-375	-322	-169	-169	-169	-169	-169	-169
Прочие расходы, нетто	-251	-301	-341	-381	-421	-461	-501	-541	-581
Прибыль до налогообложения	6 012	5 367	5 469	10 217	17 677	25 143	32 606	36 015	42 944
Расходы по налогу на прибыль	28	-80	-137	-307	-530	-754	-978	-9 004	-10 736
Чистая прибыль	6 041	5 286	5 333	9 911	17 147	24 388	31 628	27 011	32 208
Рост чистой прибыли за два года			0,88	1,87	3,22	2,46	1,84	1,11	1,02
Чистые финансовые расходы	-740	-344	-179	-372	-622	-860	-1 363	-2 012	-2 836
Амортизация ОС	143	252	416	538	647	796	938	1 110	1 311
Амортизация НМА	1 166	1 377	1 662	1 927	2 583	3 068	3 891	4 786	5 444
EBITDA	6 599	6 651	7 368	12 310	20 285	28 147	36 072	39 899	46 863
Рентабельность, % (от выручки)	38,4%	31,3%	31,3%	39,1%	47,0%	51,4%	54,4%	51,4%	52,5%



Млн руб.	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Мотивационная программа с расчетами акциями	411	0	0	0	0	0	0	0	0
Капитализированные расходы без учета капитализированных процентов и амортизации	-2 826	-4 054	-4 003	-4 725	-5 179	-6 303	-6 963	-8 147	-9 369
EBITDA скорр.	4 185	2 597	3 366	7 585	15 106	21 844	29 109	31 752	37 494
Рентабельность, %	24,3%	12,2%	14,3%	24,1%	35,0%	39,9%	43,9%	40,9%	42,0%
Капитализированные расходы	-2 929	-4 054	-4 003	-4 725	-5 179	-6 303	-6 963	-8 147	-9 369
Амортизация капитализированных расходов	1 325	1 834	1 811	2 138	2 343	2 852	3 151	3 686	4 239
Скорр. чистая прибыль	4 865	3 066	3 141	7 323	14 311	20 937	27 816	22 551	27 078
Рентабельность, %	28,3%	14,4%	13,3%	23,2%	33,2%	38,2%	41,9%	29,1%	30,3%
Среднеспис. численность, чел.	2 339	2 758	2 908	3 138	3 388	3 638	3 888	4 138	4 388
Ср. выручка на одного сотрудника, млн руб. в год	7,36	7,69	8,10	10,04	12,74	15,06	17,06	18,75	20,33
% г/г	24%	5%	5%	24%	27%	18%	13%	10%	8%
ФОТ, включая:									
Себестоимость	3 868	5 612	6 926	8 221	9 586	11 117	12 593	16 277	18 296
Исследования и разработки	197	344	424	504	587	681	771	997	1 121
Общие и административные	1 969	1 469	1 813	2 152	2 509	2 909	3 296	4 260	4 789
Маркетинг	1 843	2 795	3 450	4 095	4 775	5 538	6 274	8 109	9 115
ФОТ всего	7 876	10 219	12 613	14 972	17 457	20 245	22 934	29 643	33 320
% от выручки	45,8%	48,1%	53,6%	47,5%	40,5%	36,9%	34,6%	38,2%	37,3%
Приобретение ОС	1 762	1 104	706	630	863	822	995	1 164	1 338
Создание и приобретение НМА	2 000	2 950	3 297	4 095	4 315	5 481	5 968	6 983	8 031
Всего приобретение ОС и НМА в % от выручки	21,9%	19,1%	17,0%	15,0%	12,0%	11,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Источник: данные компании, Strategy Partners, Альфа-Банк

Новая целевая цена 380 руб. с потенциалом роста 37%. Мы обновили нашу целевую цену по акциям ASTR в соответствии с изменением финансового прогноза. При определении справедливой стоимости бизнеса (на базе EV) и акционерного капитала Группы Астра мы использовали метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). В рамках расчета мы использовали WACC 24,7% для 2025-30П (RFR 14,76%, COE 26,0%), WACC 23,2% (отражает переход на общую ставку налога на прибыль 25% с 2031 г.) для 2031-32П и постпрогнозного периода и терминальный темп роста 6,0%. Результаты расчета представлены в таблице ниже.

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

Млрд руб.	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Терминальный период
Выручка	21,22	23,55	31,50	43,15	54,81	66,32	77,59	89,23	94,58
Валовая прибыль	11,88	13,46	19,50	28,51	37,59	46,33	52,59	61,11	64,77
EBITDA	6,65	7,37	12,31	20,28	28,15	36,07	39,90	46,86	49,67
EBITDA маржа	31,3%	31,3%	39,1%	47,0%	51,4%	54,4%	51,4%	52,5%	52,5%
Амортизация ОС и НМА	1,63	2,08	2,47	3,23	3,86	4,83	5,90	6,75	3,97
ЕВИТ	5,02	5,29	9,84	17,06	24,28	31,24	34,00	40,11	45,70
(плюс) Амортизация ОС и НМА	1,63	2,08	2,47	3,23	3,86	4,83	5,90	6,75	3,97
(минус) Налог на прибыль	(0,08)	(0,14)	(0,31)	(0,53)	(0,75)	(0,98)	(9,00)	(10,74)	(11,43)
(минус) Приобретение ОС и НМА	(4,05)	(4,00)	(4,72)	(5,18)	(6,30)	(6,96)	(8,15)	(9,37)	(3,97)
(плюс) Нетто изменение оборотного капитала	0,67	(0,63)	(1,38)	(1,96)	(0,98)	(1,83)	0,79	(2,46)	(1,04)
Денежный поток фирмы	3,19	2,60	5,90	12,61	20,11	26,30	23,54	24,30	33,24
Терминальный темп роста (TGR)	6,00%								
WACC	24,70%								
Период дисконтирования	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	
Фактор дисконтирования	0,896	0,718	0,576	0,462	0,370	0,297	0,258	0,209	0,209
Дисконтированный денежный поток	2,86	1,87	3,40	5,82	7,45	7,81	6,07	5,08	
Приведенная стоимость дисконтированного денежного потока	40,35								
Терминальная стоимость	40,41								
Стоимость бизнеса (EV)	80,76								
Вмененный мультипликатор EV/EBITDA	12,14x	10,96x	6,56x	3,98x	2,87x	2,24x	2,02x	1,72x	
(минус) Чистый долг	(1,69)								
100% акционерного капитала	79,07								
Количество акций, млн	210								
Целевая цена, руб./АО	380								
Текущая цена, руб./АО	277,65								
Потенциал роста, %	37%								

Источник: CBonds, Альфа-Банк

В таблице ниже представлен расчет чувствительности целевой цены к метрикам дисконтирования – WACC и терминальному темпу роста.

Таблица 32: Чувствительность целевой цены к метрикам дисконтирования

		WACC								
	руб.	20,7%	21,7%	22,7%	23,7%	24,70%	25,7%	26,7%	27,7%	28,7%
TGR	4,5%	510	470	430	390	360	340	310	290	270
	5,0%	520	470	430	400	370	340	320	300	280
	5,5%	530	480	440	400	370	340	320	300	280
	6,0%	540	490	450	410	380	350	320	300	280
	6,5%	550	500	450	410	380	350	330	300	280
	7,0%	560	510	460	420	390	360	330	310	290
	7,5%	570	520	470	430	390	360	330	310	290

Источник: Альфа-Банк



В таблице ниже представлен расчет чувствительности потенциала роста целевой цены к метрикам дисконтирования – WACC и терминальному темпу роста.

Таблица 33: Чувствительность потенциала роста целевой цены к метрикам дисконтирования

	%	WACC								
		20,7%	21,7%	22,7%	23,7%	24,70%	25,7%	26,7%	27,7%	28,7%
TGR	4,5%	84%	69%	55%	40%	30%	22%	12%	4%	-3%
	5,0%	87%	69%	55%	44%	33%	22%	15%	8%	1%
	5,5%	91%	73%	58%	44%	33%	22%	15%	8%	1%
	6,0%	94%	76%	62%	48%	37%	26%	15%	8%	1%
	6,5%	98%	80%	62%	48%	37%	26%	19%	8%	1%
	7,0%	102%	84%	66%	51%	40%	30%	19%	12%	4%
	7,5%	105%	87%	69%	55%	40%	30%	19%	12%	4%

Источник: Альфа-Банк

Анализ чувствительности целевой цены к WACC демонстрирует, что при снижении ставки дисконтирования на 1п.п. потенциал роста возрастает на 11-14%.

Наша новая целевая цена по акциям Группы Астра составляет **380 руб.**, что на 41% ниже предыдущей оценки (647 руб.). С учетом текущего уровня котировок ASTR новая целевая цена предполагает сохранение существенного (37%) фундаментального потенциала роста. Соответственно, мы сохраняем рекомендацию **ВЫШЕ РЫНКА**.

По текущим котировкам акции ASTR торгуются по мультипликатору 2025-26П EV/EBITDA скорр. на уровне 9,0-8,1х и P/E 11,0-10,9х.



Таблица 34: Финансовый прогноз

ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕЗЮМЕ										
Наименование компании:	АО Группа Астра			Целевая цена Руб./АО		380		Вмененные мультипликаторы:		
Тикер (МОЕХ):	ASTR			Текущая цена Руб./АО		278		2025П	2026П	2027П
Сектор:	ИТ			Рейтинг		Выше рынка		P / E	15,0x	14,8x
Рын. капитализация, млрд руб.	58			Потенциал роста		37%		EV / EBITDA	12,1x	11,0x
Доля акций в свободном обращении	16%							EV / Выручка	3,7x	3,4x
БАЛАНС, млн руб.	2021	2022	2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ОС и НМА	465	1 143	3 291	6 531	8 956	10 880	13 140	15 089	17 528	19 662
Прочие долгосрочные активы	490	772	1 597	2 751	2 751	2 751	2 751	2 751	2 751	2 751
Запасы	7	9	7	343	382	447	626	858	1 089	1 318
Торговая и прочая дебиторская задолженность	1 065	3 441	4 790	7 869	7 641	9 330	13 058	17 182	20 674	24 468
Денежные средства и эквиваленты	116	698	2 640	1 359	4 127	4 556	7 168	9 669	14 936	21 740
Прочие краткосрочные активы	3	36	24	321	321	321	321	321	321	321
Всего активы	2 147	6 100	12 350	19 172	24 177	28 285	37 063	45 869	57 298	70 260
Краткосрочные кредиты и займы	294	1	889	1 371	1 371	1 371	1 371	1 371	1 371	1 371
Торговая и прочая кредиторская задолженность	427	1 154	1 416	2 016	2 683	2 901	4 056	4 437	5 691	5 798
Прочие краткосрочные обязательства	608	2 193	2 034	3 701	3 520	4 427	5 801	7 813	9 303	11 391
Долгосрочные кредиты и займы	0	614	1 846	1 565	1 565	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	692	676	1 406	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354	2 354
Всего обязательства	2 022	4 637	7 591	11 008	11 493	11 053	13 583	15 976	18 720	20 915
Акционерный капитал	125	1 463	4 759	8 165	12 684	17 231	23 480	29 893	38 579	49 345
Всего обязательства и акционерный капитал	2 147	6 100	12 350	19 172	24 177	28 285	37 063	45 869	57 298	70 260
Чистый долг (ден. средства)	178	(82)	94	1 578	(1 190)	(3 184)	(5 796)	(8 298)	(13 564)	(20 368)
Чистый долг / 12М EBITDA	0,16x	(0,03x)	0,02x	0,24x	(0,18x)	(0,43x)	(0,47x)	(0,41x)	(0,48x)	(0,56x)
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, млн руб.	2021	2022	2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	2 159	5 395	9 541	17 206	21 225	23 546	31 500	43 155	54 807	66 316
Себестоимость	(434)	(922)	(2 411)	(6 020)	(9 345)	(10 088)	(12 003)	(14 645)	(17 215)	(19 987)
Валовая прибыль	1 725	4 473	7 130	11 186	11 880	13 458	19 497	28 510	37 591	46 329
Валовая рентабельность	79,9%	82,9%	74,7%	65,0%	56,0%	57,2%	61,9%	66,1%	68,6%	69,9%
Коммерч., админ. и прочие операционные расходы и доходы	(693)	(1 676)	(3 042)	(5 668)	(6 557)	(7 827)	(9 272)	(11 034)	(12 848)	(14 584)
EBITDA	1 082	2 896	4 155	6 599	6 651	7 368	12 310	20 285	28 147	36 072
EBITDA маржа	50,1%	53,7%	43,5%	38,4%	31,3%	31,3%	39,1%	47,0%	51,4%	54,4%
EBITDA скорр.	789	2 255	2 812	4 185	2 597	3 366	7 585	15 106	21 844	29 109
EBITDA скорр. маржа	36,5%	41,8%	29,5%	24,3%	12,2%	14,3%	24,1%	35,0%	39,9%	43,9%
Амортизация ОС, НМА и прочих активов	(125)	(220)	(291)	(1 308)	(1 629)	(2 078)	(2 465)	(3 229)	(3 864)	(4 828)
Финансовые расходы и доходы, нетто	153	360	311	740	344	179	372	622	860	1 363
Прочие неоперационные доходы и расходы	(75)	(54)	(837)	(245)	(301)	(341)	(381)	(421)	(461)	(501)
Прибыль до налогообложения	1 110	3 103	3 562	6 012	5 367	5 469	10 217	17 677	25 143	32 606
Налог на прибыль	(31)	(29)	76	28	(80)	(137)	(307)	(530)	(754)	(978)
Чистая прибыль	1 079	3 074	3 638	6 041	5 286	5 333	9 911	17 147	24 388	31 628
Рентабельность по чистой прибыли	50,0%	57,0%	38,1%	35,1%	24,9%	22,6%	31,5%	39,7%	44,5%	47,7%
ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, млн руб.	2021	2022	2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Чистые денежные потоки от операционной деятельности	833	1 862	3 448	5 401	7 589	6 782	10 999	18 413	27 272	34 629
Приобретение и создание ОС, НМА и дочерних компаний	(294)	(947)	(1 199)	(4 443)	(4 054)	(4 003)	(4 725)	(5 179)	(6 303)	(6 963)
Чистые денежные потоки от инвестиционной деятельности	(794)	(1 078)	(2 584)	(4 431)	(4 054)	(4 003)	(4 725)	(5 179)	(6 303)	(6 963)
Дивиденды акционерам	(126)	(567)	(1 131)	(1 620)	(767)	(785)	(3 662)	(10 733)	(15 703)	(20 862)
Чистые денежные потоки от финансовой деятельности	(141)	(203)	1 083	(2 261)	(767)	(2 351)	(3 662)	(10 733)	(15 703)	(20 862)
Чистое изменение денежных средств и их эквивалентов	(103)	581	1 947	(1 291)	2 768	429	2 612	2 501	5 267	6 804
Чистый денежный поток (ОДП - ЧДП)	539	1 221	2 146	1 377	3 535	2 779	6 274	13 235	20 970	27 666
ОЦЕНКА	2021	2022	2023	2024	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
EV/выручка (x)	27,8x	11,1x	6,3x	3,5x	2,8x	2,5x	1,9x	1,4x	1,1x	0,9x
EV/EBITDA (x)	55,5x	20,7x	14,4x	9,1x	9,0x	8,1x	4,9x	3,0x	2,1x	1,7x
P/E (x)	54,0x	19,0x	16,0x	9,7x	11,0x	10,9x	5,9x	3,4x	2,4x	1,8x
Див. доходность к текущей цене (%)					1%	1%	6%	18%	27%	36%

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

Наталия Орлова, Ph.D. norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Рынок акций

Стратегия

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

Металлы и горная добыча

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

Юлия Толстых yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Елизавета Арбузова eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Нефть и Газ

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

Елизавета Арбузова eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Потребительский

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

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

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

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

Долговой рынок

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

Отраслевая аналитика

Недвижимость

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

ИТ

Дмитрий Протас dprotas@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0784991)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

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

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

ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во

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

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

Финансы

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

Филипп Николаев fnikolaev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)

Электроэнергетика

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

Недвижимость

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

Редактор

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

Спец. по данным/Аналитик

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

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

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

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

Потребительский

Екатерина Тузикова etuzikova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)

Торговые операции

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

Иван Макаров makaroiviv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

РЕПО

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



© Альфа-Банк, 2025 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.