



Positive Technologies

Онлайн-звонок с операционным директором Андреем Кузиным по теме налоговых инициатив для ИТ-отрасли

10 октября операционный директор Positive Technologies Андрей Кузин провел онлайн-звонок с аналитиками на тему последних налоговых инициатив для ИТ-отрасли. Среди ключевых заявлений мы выделяем следующее: 1) НДС – компания рассчитывает полностью перенести НДС на заказчиков, формирующих более 85% выручки; как «проблемные» оцениваются контракты на сумму до 4 млрд руб. с потенциалом недополучения выручки до 1,2 млрд руб.; 2) страховые взносы увеличатся примерно на 0,5 млрд руб. г/г, при этом база ФОТ-2026 не будет включать одноразовые расходы на сумму 1,3 млрд руб.; 3) компания завершила 9M25 в рамках своих ожиданий, гайданс 33-38 млрд руб. должен быть выполнен за счет органических факторов. На наш взгляд, комментарии в рамках звонка рассеяли значительную часть возникших ранее опасений по поводу эффекта изменений в НК на бизнес и денежные потоки компании. Хотя очевидно, что 2026 год станет годом адаптации к новым условиям, негативные эффекты будут в определенной степени ограничены имеющимися у вендоров компенсационными механизмами. Мы считаем акции POSI и других публичных ИТ-компаний значительно перепроданными на текущих уровнях.

Потенциальное введение НДС на продажи отечественного программного обеспечения.

1) На текущий момент около 10% выручки компании составляют продажи (сюда входят техподдержка, ИТ-услуги, продажи оборудования в составе ПАК РТ NGFW), по которым отсутствует льгота и начисляется НДС по общей ставке 20%. 90% выручки приходится на продажи ПО, по которым сейчас действует льгота.

2) 70% выручки формируется компаниями-заказчиками, которые работают с применением НДС – начисляют (исходящий) НДС на свои товары и услуги. Для этой категории заказчиков Positive Technologies рассчитывает увеличить базовую стоимость контрактов на полную величину предполагаемого размера НДС (22%). Основной аргумент Positive Technologies – отсутствие эффекта на P&L/капитальные затраты заказчика, так как они отражаются без учета НДС. При этом с введением НДС на ПО на уровне денежных потоков такие организации получают дополнительный «входящий» НДС и смогут применить его к зачету перед бюджетом против «исходящего» НДС. С учетом длинного цикла продаж (год и более), компания имеет достаточную уверенность в том, что сможет договориться с заказчиками об увеличении бюджетов их проектов на сумму НДС к моменту начала «высокого» сезона следующего года (4K26).

3) 30% выручки формируется заказчиками, которые не работают по системе НДС (банки – порядка 18%, казенные предприятия – порядка 12%), то есть не имеют своего «исходящего» НДС. Учитывая обсуждение введения с 2026 г. НДС на определенные услуги банков, компания рассчитывает, что с 2/3 из них сможет достичь договоренности о соразмерной индексации цены ПО на величину НДС, так как банки смогут принять «входящий» НДС к зачету. Потенциально проблемными с точки зрения возможности переноса НДС на заказчика компания считает 1/3 от спроса банков (около 6% от всей выручки) и 1/2 от спроса «без-НДС-ных» госзаказчиков, то есть всего порядка 12% объемов бизнеса, или 3,5-4 млрд руб. Недополученная выручка в этом случае оценивается в 1,0-1,2 млрд руб.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	POSI RX
Рекомендация	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	979,8
Целевая цена, руб.	2 350
Потенциал роста	140%
Источник: Московская биржа, Альфа-Банк	
Цена закрытия на 10 октября 2025 г.	



4) введение НДС на продажу ПО будет означать возникновение у Positive Technologies «исходящего» НДС в объеме, который позволит компании полностью зачесть «входящий» НДС по приобретаемым товарам и услугам, который в 2025 г. оценивается в сумме порядка 0,5 млрд руб.

5) компания видит вероятность того, что в 4К25 ряд заказчиков может заключить контракты с опережением ранее намеченных сроков по ценам без НДС. Также Positive Technologies стимулирует покупателей в сложившихся условиях оперативно заключить «длинные» 3/5-летние контракты, на которые не будет начислен НДС в случае полной оплаты до конца 2025ФГ (оплата сделок до 31 марта 2026 г.). Андрей Кузин отметил, что инвесторам не следует переоценивать масштабы таких дополнительных продаж в конце 2025 года. В случае их реализации они станут позитивным сюрпризом к органической величине отгрузок.

6) сохраняется определенная вероятность того, что поправки в НК с 2026 г. не будут предполагать одномоментное введение НДС на ПО в 22%. Отрасль при поддержке Минцифры ведет консультации на предмет поэтапного доведения НДС до общего уровня в течение 2-3 ближайших лет. Окончательные решения по поправкам в НК будут приняты в конце ноября – декабре.

Сокращение льготы по страховым взносам с 7,6% до 15% в пределах базы расчета.

1) Непосредственный эффект на P&L 2026 года от увеличения базовой ставки страхования оценивается на уровне около 0,5 млрд руб. Если в 2025 г. эффективная ставка взносов составляет около 7,6% от ФОТ, то в 2026 г. она будет лежать между 7,6% и 15%. Так как в компании значительную долю составляют высокооплачиваемые специалисты, их зарплаты внутри года быстро достигают порога исчисления страховых взносов (в 2025 г. составляет 2,759 млн руб., в 2026 г. – 2,979 млн руб.), соответственно, начисление взносов по зарплатам сверх порога продолжится по текущей ставке 7,6%.

2) ФОТ 2026 года не будет включать единовременные расходы (около 1,3 млрд руб.), которые компания понесла в 2025 г. в связи с высвобождением штата.

3) компания планирует сохранить консервативный подход к новому найму в 2026 г. – предполагается, что численность увеличится в пределах 100-150 чел. (на текущий момент 2570 чел.).

Отгрузки в 2025 г. и ориентиры на 2026 год. 1) компания завершила 9М25 выше своих ожиданий по отгрузкам, но без значительных негативных или позитивных сюрпризов; 2) гайданс по отгрузкам 33-35-38 млрд руб. должен быть достигнут органически без учета дополнительных внеочередных продаж в 4К25; break-even будет достигнут при отгрузках 30 млрд руб.; 3) таргет по величине операционных расходов в 2025 г. сохраняется на уровне 30 млрд руб., в 2026 г. компания ориентируется на такую же величину расходов; 4) в условиях снижения КС в 2026 г. компания рассчитывает сократить процентные расходы примерно на 1,5 млрд руб. г/г.; 5) таргет по показателю NIC на 2025-26 гг. сохраняется на уровне ~30%; 6) в 2026 г. Positive Technologies проведет плановую (обычно один раз в два года) индексацию прайс-листа по ряду продуктов.

Увеличение программы биржевых облигаций до 50 млрд руб. 10 октября совет директоров утвердил увеличение программы биржевых облигаций с 20 млрд руб. до 50 млрд руб. Изменение программы облигаций связано с тем, что на данный момент лимит программы практически полностью выбран предыдущими размещениями. В настоящее время на Мосбирже обращаются 4 выпуска облигаций компаний, входящих в Группу Позитив. В декабре 2025 года планово будут погашены бумаги с ISIN RU000A105JG1, выпущенные в 2022 году, на сумму 2,5 млрд рублей. При этом в 2025 году Positive Technologies не планирует новых размещений выпусков облигаций. В течение 2025 года средневзвешенная ставка по кредитному портфелю снизилась на 3 п.п., с 21,4% до 18,4%. Компания продолжит фокусироваться на долгосрочном фондировании путем выпуска облигаций, при этом в рамках краткосрочных операционных потребностей планируется использовать банковские кредитные линии или альтернативные краткосрочные инструменты.

**Альфа-Банк Рынок акций**Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)Москва, Россия 107078
795-3712**Начальник управления Акции**
+7 (495) 783 5101Вячеслав 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.