



Разбор компании · NOW

18.09.2026

ServiceNow: рост не компенсирует цену

ServiceNow растёт на 22 %, но после вознаграждения акциями 4,58 млрд \$ потока дают лишь 2,38 млрд \$ для акционера





Содержание

● Пост ServiceNow есть, но цена требует экономии.....	3
● Armis и Veza добавили росту цену и долг.....	3
● Цена предполагает, что расходы на акции быстро уйдут вниз.....	4
● Отчётная прибыль растёт медленнее оплаты акциями.....	6
● Амортизация сделок стала отдельным слоем расходов.....	7
● Денежный поток уже не поспевает за ростом выручки.....	7
● Рост остаётся сильным, пока доля акций не снижается.....	7
● Модель даёт 135 \$ при текущей цене 138.....	9
● Одна метрика должна решать следующий шаг.....	11
● Досье: ServiceNow в цифрах и контрольных точках.....	13
● Д1. Рыночный снимок.....	13
● Д2. Бизнес-модель.....	14
● Д2-бис. Показатели бизнеса по кварталам.....	14
● Д3. Продукт и конкурентный ров.....	15
● Д4. Менеджмент и инсайдеры.....	15
● Д5. Фундаментал за три года.....	16
● Д6. Мультипликаторы против сопоставимых компаний.....	17
● Д7. Держатели.....	18
● Д8. Консенсус аналитиков.....	18
● Д9. Техника и опционный рынок.....	18
● Д10. Что ещё не подтверждено.....	19
● Ограничения и термины.....	19



● Пост ServiceNow есть, но цена требует экономии

Расчётная стоимость — 135 \$ на акцию против 138,47 \$ на закрытие 17 сентября. Основной вывод действителен до отчёта за IV квартал; уверенность в нём средняя.

Главная особенность ServiceNow сейчас не в дефиците денег. За последние двенадцать месяцев подписка принесла 14,7 млрд \$, а свободный денежный поток достиг 4,58 млрд \$, или 31,1 % выручки. Компания рассчитывает сохранять такой уровень. Для владельца акций, однако, важнее следующий шаг: из потока нужно вычесть 2,2 млрд \$ вознаграждения акциями, или 14,9 % выручки. После этого остаётся 2,38 млрд \$. При стоимости предприятия 141,9 млрд \$ рынок платит за этот поток шестьдесят его годовых величин. Такая оценка выдерживает только при выполнении обещания менеджмента: опустить долю акций в оплате труда ниже 10 % выручки к 2029 году. Пока метрика движется не к цели, а от неё. Поэтому позиция остаётся набранной: рост бизнеса на 22 % поддерживает текущую цену, но дополнительный набор требует доказательств, что обещанная экономия действительно начинается.

Зона входа 92–108 \$ · уровень отмены тезиса 178 \$ · целевой диапазон по сценариям 92–247 \$. Все числа посчитаны на 17.09.2026.

Главный новый риск пришёл вместе с покупками: за полугодие ServiceNow направила 8,9 млрд \$ на два приобретения, привлекла 7,5 млрд \$ долга и впервые получила чистую долговую позицию. Рынок между тем по-прежнему оценивает компанию так, будто долговая нагрузка почти не меняет профиль бизнеса.

● Armis и Veza добавили росту цену и долг

В одном полугодии появились два факта, которые двигают оценку в разные стороны. Операционный результат усилился, а структура капитала и расходы после сделок стали заметно тяжелее. Рынок быстрее принял первое изменение и пока слабее учитывает второе.

Сделка с Veza закрылась 02.03.2026 за 1,2 млрд \$, покупка Armis — 20.04.2026 за 7,75 млрд \$ деньгами. Обе компании относятся к безопасности, но закрывают разные задачи: Armis отслеживает подключённые устройства, Veza управляет доступами. Финансирование пришло не из текущей прибыли: ServiceNow привлекла 3,9 млрд \$ через облигации, использовала и погасила промежуточный кредит на 4 млрд \$ и разместила коммерческих бумаг на 3,5 млрд \$. В результате долг на конец июня вырос до 7,5 млрд \$ с 1,5 млрд \$ в начале года.

Следующий важный сигнал появился 22 июля в отчёте за II квартал. По тем показателям, которые менеджмент заранее задал рынку, результат оказался выше ожиданий самой компании: подписка составила 3 877 млн \$ при росте 24,5 %, законтрактованная выручка на ближайшие двенадцать месяцев — 13,2 млрд \$ при росте 21 %, очищенная операционная маржа — 29,5 %, то есть на три пункта выше прогноза. Одновременно отчётная операционная прибыль составила только 162 млн \$ при выручке 3 987 млн \$, а отчётная маржа опустилась до 4 % против 11 % годом ранее.

Дата	Событие	Реакция цены, %	Что меняет в тезисе
02.03.2026	Закрыта покупка Veza за 1,2 млрд \$	—	Гудвил вырос на 0,8 млрд \$
20.04.2026	Закрыта покупка Armis за 7,75 млрд \$	—	Появился долг 7,5 млрд \$



Дата	Событие	Реакция цены, %	Что меняет в тезисе
04.05.2026	Цель 2030 года: подписка выше 30 млрд \$ и обещание снизить долю акций в оплате ниже 10 % выручки	—	Обещание стало частью цены
22.07.2026	Отчёт за II квартал: подписка +24,5 %, отчётная маржа 4 %	–1,2	Амортизация покупок вошла в отчёт
11.09.2026	Needham поднял цель со 115 до 155 \$	+0,7	Консенсус развернулся вверх

Источник: сообщения компании и формы 10-Q и 8-K, реакция цены — Yahoo Finance, период 01.03–17.09.2026

Продажи инсайдеров дают слабый сигнал для цены: за полгода они составили 4,6 млн \$, это сотые доли процента капитализации, и сделки проведены по заранее оформленным планам. На противоположной стороне — покупка Билла Макдермотта: в конце февраля председатель совета и генеральный директор приобрёл за свои деньги 28 682 акции на 3,0 млн \$ примерно по 104 \$ за акцию. За полтора года это единственная покупка инсайдера, поэтому по принятой шкале её относят к первому уровню.

Выбор даты объясняется составом отчётности. До II квартала Armis и Veza были частью прогноза, но не полного квартального результата: Armis закрыли в конце апреля, и именно II квартал стал первым периодом, где в отчёте целиком видна её амортизация. 27 октября появится второй квартал с этим эффектом, поэтому до него рынок имеет только одну полноценную точку для сравнения.

● Цена предполагает, что расходы на акции быстро уйдут вниз

Главный разрыв с рынком находится не в темпе продаж и не в качестве самой платформы. Он возникает в трактовке будущей доли акций в оплате труда: текущая котировка уже требует более быстрого исполнения обещания, чем закладывает наша модель.

Что заложено в цену 138,47 \$	Что даёт расчёт выпуска
Маржа потока после вознаграждения акциями выше нашей в 1,6 раза: 26 % уже в 2026 году	16,2 % в 2026 году и 25,5 % к 2035-му
Либо тот же темп роста плюс 6,5 пункта каждый год	Замедление с 22 % в 2026 году до 4 % к 2035-му
Стоимость капитала ниже расчётной	11,0 % по модели оценки капитальных активов

Источник: расчёт выпуска обратным методом от цены закрытия 17.09.2026 при стоимости капитала 11,0 %

Каждое из трёх рыночных предположений имеет рациональное основание. ServiceNow обещала снизить долю вознаграждения акциями ниже 10 % выручки к 2029 году; если это произойдёт, маржа денежного потока может получить около пяти дополнительных пунктов даже без ускорения бизнеса. Для оценки важен не факт обещания, а траектория к нему. Пока квартальные данные эту траекторию не подтверждают.

Источник: формы 10-Q ServiceNow, вознаграждение акциями в составе операционных расходов к выручке квартала, период II кв. 2025 — II кв. 2026



Во II квартале 2026 года вознаграждение акциями достигло 655 млн \$, или 16,4 % выручки, тогда как годом ранее показатель был 15,5 %. Значит, пока до заявленных десяти процентов идти приходится из точки, которая стала выше. Именно здесь есть редкое для такого прогноза преимущество: менеджмент назвал конкретный порог и конкретный срок, поэтому исполнение можно проверять непосредственно по квартальной отчётности.

Где цена может не выдержать предпосылки. В трёх местах будущий результат проявится в отчётности раньше, чем в итоговой прибыли, и у каждого есть свой проверяемый маркер.

Во что верит рынок	Возможная ошибка	Как проверить
Оплата акциями снизится к 2029 году сама	Доля растёт третий квартал подряд, а после покупки Armis в компанию пришли 950 человек с собственными пакетами	Доля акций в выручке в отчёте за III квартал
Амортизация покупок — бухгалтерская условность	Нематериальные активы Armis и Veza на 2,9 млрд \$ спишутся за пять-семь лет и будут давить маржу до 2032 года	Строка амортизации в отчёте за III квартал выше 200 млн \$
Выкуп акций компенсирует разводнение	За полугодие выкуплено на 2,2 млрд \$, и число акций снизилось всего на 0,5 %	Число акций в отчёте за III квартал ниже 1 030 млн

Источник: формы 10-Q ServiceNow за II квартал 2026 года и сообщения компании о покупках

Аргумент в пользу бумаги сильнее, чем кажется по одной марже. Подписка во II квартале росла на 24,5 % против 22,5 % кварталом ранее, законтрактованная выручка ближайших двенадцати месяцев прибавила 21 %, а весь портфель контрактов достиг 29 млрд \$, почти двухлетнего объёма выручки. Годовая стоимость контрактов по продуктам с искусственным интеллектом превысила 1 млрд \$. Денежный результат тоже не пустой: свободный поток за полугодие составил 2,3 млрд \$ против 2,0 млрд \$ годом ранее. Эти данные поддерживают высокий темп бизнеса. Но вознаграждение акциями не исчезает из экономики только потому, что выручка растёт: доля, которую компания передаёт сотрудникам в обмен на труд, становится при более высокой стоимости бизнеса дороже для существующего владельца.

Прецеденты показывают компромисс, а не готовый шаблон. Для сравнения взяты компании, которые пытались снизить долю оплаты акциями, когда она превышала 15 % выручки. Их результаты расходятся и именно поэтому полезны для оценки ServiceNow.

Случай	Механика	Чем закончилось
Salesforce, 2023–2025	Обещание снизить долю акций после давления активистов	Доля снизилась с 10 до 8 % выручки, множитель к выручке упал вчетверо
Workday, 2023–2026	Та же задача при росте вдвое медленнее	Доля держится около 15 %, бумага стоит менее пяти годовых выручек
Adobe, 2022–2026	Доля устойчиво ниже 10 % при росте около 10 %	Множитель к выручке сжался до четырёх

Источник: годовые отчёты компаний и расчёт выпуска, капитализация к выручке за последние двенадцать месяцев на 17.09.2026



Ни один из трёх примеров нельзя механически перенести на ServiceNow. Там, где долю акций действительно удалось сократить, рост одновременно стал медленнее, а рыночный множитель всё равно уменьшился. Следовательно, снижение такого расхода увеличивает расчётную стоимость только при сохранении темпа: рынок может обменять экономию на более низкий коэффициент, если вместе с ней замедлится бизнес.

● Отчётная прибыль растёт медленнее оплаты акциями

Во II квартале ServiceNow получила 162 млн \$ отчётной операционной прибыли, тогда как объём вознаграждения сотрудников акциями составил 655 млн \$. Разрыв между двумя строками уже нельзя считать второстепенной деталью: одна статья более чем в четыре раза превышает другую.

Что меряем, млн \$	II кв. 2025	II кв. 2026	Изменение
Выручка	3 215	3 987	+24,0 %
Отчётная операционная прибыль	358	162	-54,7 %
Вознаграждение акциями	499	655	+31,3 %
Амортизация купленных активов	25	219	×8,8
Расходы на сделки и выходные пособия	43	137	×3,2
Очищенная операционная прибыль	955	1 173	+22,8 %

Источник: форма 10-Q ServiceNow за квартал, закончившийся 30.06.2026, и сверка отчётных показателей с очищенными в сообщении компании от 22.07.2026

Источник: сообщения ServiceNow о результатах кварталов, период II кв. 2025 — II кв. 2026

Разрыв появляется из-за того, что очищенная прибыль исключает сразу четыре расхода: вознаграждение акциями, амортизацию купленных активов, расходы на сделки и выходные пособия. У первого пункта есть особая природа. Денежный платёж действительно не проходит, но компания отдаёт сотрудникам часть будущего результата через собственные акции. Выкуп способен компенсировать это разведение, однако масштаб покупки говорит, насколько дорог такой способ оплаты: за полугодие на выкуп направлено 2,2 млрд \$, в три с половиной раза больше прошлогоднего уровня, а число акций уменьшилось лишь на пять миллионов — с 1 036 до 1 031 млн. Значит, основной эффект выкупа был защитным: он почти удержал количество акций от роста.

Есть и более строгая денежная мера. Из свободного денежного потока за двенадцать месяцев в 4,58 млрд \$ вычитается 2,20 млрд \$ вознаграждения акциями, и остаётся 2,38 млрд \$, или 16,2 % выручки. При стоимости предприятия 141,9 млрд \$ такой поток оценивается в шестьдесят годовых потоков. Если ничего не вычитать, множитель равен тридцати. Разрыв между 31 и 60 показывает не спор о бухгалтерском термине, а цену обещания сократить раздачу доли бизнеса сотрудникам.

Контраргумент понятен: вознаграждение акциями характерно для всей отрасли, поэтому сравнение с нулём слишком жёсткое. Согласие с этой оговоркой не меняет ключевую разницу. Adobe удерживает долю акций ниже 10 % выручки, Salesforce — около 8 %, и обе компании торгуются дешевле пяти годовых выручек. У ServiceNow расходы выше примерно вдвое, как и оценочный множитель; премия рынку объясняется скоростью роста, а не более высокой эффективностью оплаты труда.



Амортизация сделок стала отдельным слоем расходов

Покупки создают второй источник давления на отчётную прибыль. За Armis и Veza ServiceNow заплатила 8,87 млрд \$: 6,15 млрд \$ признаны гудвилем, ещё 2,89 млрд \$ — нематериальными активами, которые будут амортизироваться в последующие годы. Уже сейчас квартальная амортизация выросла с 25 до 219 млн \$, а в прогнозе компании на 2026 год она равна четырём процентам выручки.

Особенно важна цена Armis в сопоставлении с размером бизнеса до сделки. Её годовая выручка превышала 340 млн \$, а рост — выше 50 %. За компанию заплатили 7,75 млрд \$, то есть двадцать две годовых выручки. Для самой ServiceNow текущая оценка равна девяти целым шести десятым годовой выручки. Покупатель фактически заплатил более чем вдвое больший множитель и обосновал его тем, что рынок безопасности должен утроиться.

После сделок гудвил и нематериальные активы достигли 13,6 млрд \$ — 43 % всех активов и больше собственного капитала в 12,5 млрд \$. Пока рост Armis сохраняется, эта сумма не требует списания через прибыль. При заметном замедлении экономический риск станет бухгалтерским: ухудшение ожиданий по приобретённому бизнесу может одновременно увеличить расходы.

Денежный поток уже не поспевает за ростом выручки

Деньги дают более спокойную картину, чем отчётная маржа, но именно в денежном потоке впервые появился разрыв с динамикой продаж. Он пока не разрушает тезис, зато задаёт срок, на который стоит его проверять.

Что меряем, млн \$	I кв. 2025	I кв. 2026	Изменение
Операционный денежный поток	2 393	2 257	−5,7 %
Капитальные вложения	395	255	−35,4 %
Свободный поток	1 998	2 002	+0,2 %
Выкуп акций	659	2 225	×3,4
Покупки компаний	76	8 776	×115

Источник: форма 10-Q ServiceNow за полугодие, закончившееся 30.06.2026

За полугодие операционный денежный поток сократился до 2 257 млн \$ с 2 393 млн \$, хотя выручка выросла на 23 %. ServiceNow связывает это с 297 млн \$ расходов на сделки, и сумма действительно объясняет основную часть движения. Капитальные вложения одновременно снизились на треть; без этой экономии денежный результат выглядел бы слабее. Для подписочного бизнеса с небольшими капитальными потребностями снижение затрат помогает сохранить свободный поток, но это уже не рост эффективности, а временная подпорка.

Есть и важное возражение: компания сохранила ориентир маржи свободного потока 35 % на весь 2026 год и восемь кварталов подряд попадала в собственный прогноз. Это ограничивает масштаб краткосрочного вывода: денежный поток не должен резко сломаться в текущем году. Поэтому спор об оценке ведётся не вокруг способности ServiceNow генерировать деньги, а вокруг того, какая часть этих денег остаётся нынешнему владельцу после оплаты труда акциями.

● Рост остаётся сильным, пока доля акций не снижается

Сроки известны, а механизм просадки можно разложить на последовательность показателей. Первый сигнал появится в следующем отчёте и будет связан с оплатой труда акциями, а не с выручкой.



Категория риска	Числовая привязка	Вероятность	Воздействие
Оплата акциями	Доля выше 15 % выручки в 2027 году сдвигает стоимость к 110–120 \$	высокая	высокое
Интеграция покупок	Рост выручки Armis ниже 30 % обесценивает 2,9 млрд \$ нематериальных активов	средняя	высокое
Замедление подписки	Рост ниже 18 % снимает премию к группе аналогов, стоимость к 105 \$	средняя	высокое
Долговая нагрузка	Долг 7,5 млрд \$ при ставке выше 5,5 % стоит 0,4 млрд \$ в год, или 2,5 % выручки	низкая	среднее
Конкуренция в безопасности	Palo Alto Networks и CrowdStrike растут на 22–23 % в том же рынке	средняя	среднее
Курс валют	Укрепление доллара уже стоит 35 млн \$ законтрактованной выручки в III квартале	высокая	низкое

Источник: расчёт выпуска на данных формы 10-Q за II квартал 2026 года и прогноза компании от 22.07.2026

Как выглядит негативная ветвь. 27 октября доля акций в оплате труда остаётся выше 16 % выручки, поскольку после сделки нужно удерживать 950 сотрудников Armis пакетами акций. Амортизация купленных активов держится около 220 млн \$ в квартал, и отчётная операционная маржа второй квартал подряд оказывается ниже 10 %. Тогда рынок получает уже не разовую разницу между показателями, а устойчиво растущий разрыв между отчётной и очищенной прибылью.

Следом срабатывает оценочная арифметика. Рост подписки замедляется с 22 до 18 % в 2027 году: не потому, что исчезает спрос, а потому, что высокая база перестаёт получать прежний вклад от Armis. После вычета вознаграждения акциями маржа потока застревает около нынешних шестнадцати процентов вместо выхода выше двадцати. Множитель к прибыли 2028 года опускается с тридцати до двадцати двух, а цена — к 92 \$, примерно на треть ниже текущей.

Рынок может увидеть разворот заранее по трём числам. Доля акций выше 15 % в отчёте за III квартал показывает, что сокращение затрат откладывается. Амортизация выше 200 млн \$ за квартал подтверждает, что стоимость покупок продолжает переходить в расходы. Рост подписки ниже 20 % в прогнозе на IV квартал убирает запас, на котором держится премия к более медленным аналогам.

Риск, который котировка может недооценивать. Аналитики дают цели от 72 до 248 \$ при средней 141,19 \$ за акцию. Такой разброс объясняется не только разными темпами роста: у прогнозов разные определения прибыли, которую стоит капитализировать. Опционный рынок добавляет к этому количественную проверку — подразумеваемая волатильность ближайшего месяца равна 52 %, тогда как фактический размах за тот же срок — 62 %.

Что остаётся за пределами раскрытия. ServiceNow не разделяет, какая часть роста подписки во II квартале пришла от Armis и какая от Veza, кроме округлённого вклада в общий темп. Не указан и срок амортизации нематериальных активов Armis. Наконец, неизвестен объём удерживающих пакетов для сотрудников приобретённых компаний. Каждая из этих трёх неопределённостей способна сдвинуть оценку на десятки процентов.

Ближайшие события. Наиболее важным остаётся отчёт 27 октября: он даст сразу три контрольных показателя и потому имеет больший потенциальный вес, чем остальные даты.



Событие	Дата или окно	Вероятность	Влияние на цену, %	Ожидаемое движение из опционов, %
Отчёт за III квартал: доля акций, амортизация, прогноз на IV квартал	27.10.2026	высокая	±14	13,7
Прогноз на 2027 год	конец января 2027	высокая	±10	—
Первый полный год Armis в отчётности	февраль 2027	высокая	±8	—
Решение по ставке ФРС	28.10.2026	высокая	±3	—

Источник: календарь компании и котировки опционов CBOE с задержкой, данные на 17.09.2026

Опционный рынок уже выставил цену на этот риск. Стрэдл со страйком 138 \$ и экспирацией 23 октября стоит 18,93 \$ на акцию, или 13,7 % текущей цены. Ноябрьский выпуск, первый после отчётности, стоит 19,2 \$. Пут на страйке 120 \$ в той же ноябрьской серии стоит 5,05 \$ на акцию, то есть 505 \$ на сто акций: около трёх с половиной процентов позиции за защиту от движения ниже уровня, на котором медвежий сценарий становится базовым.

Как выглядит позитивная ветвь. Уже в III квартале доля акций снижается к 13 % выручки, амортизация оказывается ниже закладывавшегося уровня, а рост подписки сохраняется выше 20 % даже после исчезновения свежего эффекта покупок. Тогда маржа потока после вознаграждения акциями достигает 22 % на два года раньше нашей траектории, а расчётная стоимость поднимается в диапазон 170–200 \$. Самый ранний признак — два последовательных квартала с долей акций ниже 13 % выручки.

● Модель даёт 135 \$ при текущей цене 138

Для оценки недостаточно выбрать один сценарий, поэтому расчёт растянут на десять лет. При горизонте всего пять лет терминальная часть превышает восемьдесят процентов и начинает доминировать над текущими денежными потоками; такой горизонт слишком сильно зависит от предположения о бесконечной устойчивости.

Компонент стоимости капитала	Сколько	Откуда взят
Безрисковая ставка	5,01 %	Доходность десятилетних облигаций Казначейства, 16.09.2026, ФРБ Сент-Луиса
Премия за риск вложений в акции	4,23 %	Расчётная премия Асвата Дамодарана на 01.01.2026
Бета за пять лет	1,50	Расчёт по ряду котировок за пять лет
Стоимость собственного капитала	11,36 %	Модель оценки капитальных активов
Стоимость долга до налога	5,50 %	Ориентир по размещению облигаций компании 2026 года
Средневзвешенная стоимость капитала	11,01 %	Весы: капитал 95 %, долг 5 %

Источник: ФРБ Сент-Луиса, расчёт премии Дамодарана и расчёт выпуска на 17.09.2026



Ключевое решение модели — считать поток уже после вознаграждения акциями. Стартовая маржа — 16,2 %, затем она постепенно поднимается до 25,5 % к 2035 году. Это означает, что обещание менеджмента принимается как экономическая цель, но закладывается более медленное исполнение, чем обещано к 2029 году.

Год	Выручка, млрд \$	Маржа потока, %	Поток после вознаграждения акциями, млрд \$
2026	16,2	16,2	2,6
2027	19,2	17,5	3,4
2028	22,5	19,0	4,3
2029	25,8	20,5	5,3
2030	29,3	22,0	6,4
2032	35,8	24,5	8,8
2035	42,2	25,5	10,8

Источник: расчёт выпуска; выручка 2026 года сверена с прогнозом компании от 22.07.2026, дальше — собственные допущения

В терминальной части используется рост 3,5 %, ниже номинального роста экономики США. Терминальная стоимость даёт 59,3 % результата, поэтому критический порог в восемьдесят процентов не достигается. Базовый расчёт при этих параметрах даёт 86 \$ на акцию.

Стоимость капитала	Терминальный рост 3,0 %	3,5 %	4,0 %
10,0 %	97 \$	102 \$	107 \$
11,0 %	83 \$	86 \$	90 \$
12,0 %	72 \$	75 \$	78 \$

Источник: расчёт выпуска на 17.09.2026

Вторая оценка строится через прибыль 2028 года и выходной множитель, а не через длинный ряд дисконтированных потоков. Она даёт более высокий результат. Разница между 86 \$ и сценарными значениями не ошибка метода, а мера того, насколько итог зависит от предпосылок.

Сценарий	Вероятность	Выручка 2028, млрд \$	Маржа потока, %	Множитель	Цена, \$	К цене, %
Медведь	25 %	21,0	25	22×	92	-33,8
База	50 %	22,4	31	30×	165	+18,8
Бык	25 %	23,6	35	38×	247	+78,6
Взвешенная оценка					167	+20,6
Итог выпуска, веса 40 / 60					135	-2,7

Источник: расчёт выпуска, дисконтирование два года по ставке 11,0 %, данные на 17.09.2026



Вероятности в таблице — оценка аналитика, а не статистически измеренная частота. Исходные числа опираются на отчётность и прогноз компании, а веса ветвей не имеют отдельного измерительного подтверждения. Базовый сценарий требует сразу нескольких условий: рост выше 15 %, снижение доли акций до 12 % выручки, маржа потока около 31 % и множитель тридцать вместо сегодняшних шестидесяти.

Источник: расчёт выпуска и средняя цель 49 аналитиков по данным S&P Global, цена закрытия 17.09.2026

Расчёт по сумме частей здесь неприменим: отдельные показатели выручки и затрат Armis и Veza ServiceNow не раскрывает, поэтому разнести общую стоимость компании на независимые сегменты невозможно.

Зона входа следует из разброса, а не из желания получить скидку. Между 247 \$ в бычьей ветви и 92 \$ в медвежьей размах достигает 116 % относительно итоговой оценки 135 \$, что примерно вдвое шире, чем у более устойчивого бизнеса. Поэтому в базовой конструкции нужен запас 20 % к оценке, отсюда диапазон 92–108 \$. Он заметно ниже рынка и может не появиться быстро.

Есть и второй способ войти — после подтверждения исполнения тезиса. Два квартала с долей акций ниже 13 % при росте подписки выше 18 % поднимают справедливую стоимость к 170–200 \$, а требуемый запас снижается до 10 %. Тогда зона смещается примерно к 140–158 \$, то есть к текущей цене. В первом случае цену даёт снижение котировки, во втором — улучшение экономики бизнеса.

Куда вложить	Капитализация к выручке	Рост выручки, %	Свой риск	Ожидаемая доходность
ServiceNow	9,7	22,5	Оплата акциями и амортизация покупок	–2,7 %
Salesforce	4,5	13,0	Замедление роста	—
Palo Alto Networks	26,7	23,0	Та же цена без нашей маржи потока	—
Adobe	3,9	11,0	Давление искусственного интеллекта на продукт	—
Короткие облигации Казначейства	—	—	Инфляция выше 3 %	+4,4 %

Источник: цены Yahoo Finance на 17.09.2026, выручка из отчётности компаний, расчёт выпуска

● Одна метрика должна решать следующий шаг

Главный индикатор. Тезис сводится к доле вознаграждения акциями в выручке квартала — обе цифры публикуются одновременно, поэтому проверка не требует дополнительных оценок. Два квартала ниже 13 % при росте подписки выше 18 % означают переход к справедливой стоимости 170–200 \$. Показатель выше 15 % означает, что ожидаемого снижения пока нет и оценка остаётся в диапазоне 110–140 \$. Преимущество метрики в том, что она меняется раньше итоговой маржи потока и потому даёт более ранний сигнал.

Измерение	Сигнал	Вес	Уверенность	Ключевая цифра
Оценка стоимости	нейтрально	высокий	средняя	135 \$ против цены 138,47 \$
Рост	бык	высокий	высокая	Подписка +24,5 %, контракты 29 млрд \$
Ров	бык	средний	высокая	658 клиентов с контрактом выше 5 млн \$



Измерение	Сигнал	Вес	Уверенность	Ключевая цифра
Качество прибыли	медведь	высокий	высокая	Отчётная маржа 4 % против очищенной 29,5 %
Финансовое здоровье	нейтрально	средний	высокая	Чистый долг 0,8 млрд \$ впервые
Менеджмент и инсайдеры	бык	низкий	высокая	Покупка руководителя на 3,0 млн \$
Техника и опционы	нейтрально	низкий	высокая	Цена выше средней за 200 дней, 117,54 \$
Консенсус	нейтрально	средний	высокая	Средняя цель 141,19 \$ при разбросе 72–248 \$

Источник: расчёт выпуска и отчётность ServiceNow на 17.09.2026

Картина не сводится к одному знаку. Рост и клиентская база формируют бычью сторону, качество прибыли — медвежью, а финансовое здоровье и стоимость остаются нейтральными. Наиболее весомые строки — оценка, качество прибыли и рост — сходятся около текущей цены. Поэтому итоговое действие не меняется: уже набранную позицию сохраняем и не увеличиваем её до появления более сильного сигнала.

Условие	Срок реакции	Что меняет в тезисе	Что уровень провоцирует	Направление
Доля акций в выручке ниже 13 % два квартала	до второго отчёта	Красная нить порвана, стоимость к 170–200 \$	—	наращивать
Доля акций в выручке выше 16 %	до ближайшего отчёта	Обещание отложено ещё на год	—	сокращать
Цена выше 178 \$	до закрытия недели	Бычья ветвь отыграна целиком	набор позиции вслед за движением	сокращать
Цена ниже 108 \$	в течение квартала	Расхождение с оценкой закрыто	закрытие позиции на просадке	наращивать
Рост подписки ниже 18 %	до ближайшего отчёта	Медвежья ветвь становится базовой	—	сокращать
Амортизация покупок выше 250 млн \$ за квартал	до ближайшего отчёта	Списание нематериальных активов ускоряется	бездействие перед отчётностью	держать
Выкуп ниже 0,5 млрд \$ за квартал	до ближайшего отчёта	Разводнение перестало компенсироваться	—	сокращать
Долг выше 10 млрд \$	в течение квартала	Вопрос переходит к структуре капитала	—	хеджировать

Источник: расчёт выпуска, пороги посчитаны на данных отчётности за II квартал 2026 года

Уровень отмены тезиса 178 \$ одинаков для всего разбора. От текущей цены снижение к расчётной стоимости 135 \$ даёт –2,5 %, тогда как движение к уровню отмены означает плюс 28,5 %. Такое соотношение не поддерживает покупку по текущей цене, но допускает удержание уже имеющейся позиции.



Профили входа задают разные условия, но не меняют триггер тезиса. Консервативный вариант ждёт ниже 108 \$ либо двух кварталов с долей акций ниже 13 % выручки. Умеренный допускает пробную покупку от 120 \$ и увеличение позиции ниже 100 \$. Агрессивный начинает с текущей цены и требует собственной оценки вероятности бычьей ветви выше 40 %, тогда как в расчёте выпуска ей присвоено 25 %. Для всех вариантов прекращение идеи одинаково: цена выше 178 \$ или рост подписки ниже 18 %.

Что смотреть в конце недели	Порог	К какой строке рамки ведёт
Цена закрытия недели	178 \$ / 108 \$	Сокращать выше 178 \$, наращивать ниже 108 \$
Недельный объём против среднего	выше 1,5×	Проверка строки о цене выше 178 \$
Доходность десятилетних облигаций Казначейства	выше 5,5 %	Строка о долге: стоимость капитала растёт, оценка падает
Новости об интеграции Armis и оттоке её команды	сообщение компании	Строка об амортизации покупок
Подразумеваемая волатильность ноябрьской серии	выше 60 %	Рынок закладывает разрыв в отчёте, строка о доле акций

Источник: расчёт выпуска и котировки CBOE с задержкой на 17.09.2026

Три красные строки из пяти означают, что тезис пересматривается вне очереди, ещё до очередного квартального отчёта.

Вопросы менеджменту на ближайшей конференции. Нужна доля вознаграждения акциями, приходящаяся на удерживающие пакеты сотрудников Armis и Veza, и срок действия этих пакетов. Важно понять срок амортизации нематериальных активов Armis на 2,53 млрд \$. Отдельный вопрос — темп выручки Armis, заложенный в прогноз на 2027 год. Ещё один — при каких условиях выкуп акций станет достаточно большим, чтобы число акций снижалось быстрее одного процента в год. Наконец, нужен конкретный срок достижения доли акций ниже 13 % выручки.

Позиция остаётся удерживаемой без дополнительного набора. Изменение решения связано с двумя условиями: доля акций ниже 13 % два квартала подряд переводит позицию в сторону наращивания; рост подписки ниже 18 % — в сторону сокращения. Следующая контрольная дата — отчёт 27 октября.

● Досье: ServiceNow в цифрах и контрольных точках

Досье отделено от основной аналитики и повторяется в каждом выпуске серии. Здесь собраны показатели, к которым возвращаются при проверке цены, после отчётности и при сопоставлении текущих данных с прошлыми.

Д1. Рыночный снимок

При цене текущая капитализация равна 9,7 годовой выручки и 86 отчётным прибылям. Это примерно вдвое выше группы аналогов по выручке и втрое выше по прибыли; диапазон 52 недель пройден наполовину.

Что меряем	Сколько	Ориентир
Цена закрытия, \$	138,47	17.09.2026
Капитализация, млрд \$	143,2	Стоимость предприятия 141,9
Диапазон 52 недель, \$	81,24–194,73	Текущая цена — 50 % диапазона
Средний дневной объём за месяц, млн шт.	15,55	Объём дня 9,84 млн



Что меряем	Сколько	Ориентир
Прибыль на акцию за 12 месяцев, \$	1,61	Очищенная за полугодие 1,87
Цена к прибыли за 12 месяцев	85,7	К очищенной прибыли — 37
Капитализация к выручке	9,7	Медиана группы аналогов 4,6
Стоимость предприятия к свободному потоку	31,0	После вознаграждения акциями — 59,6
Бета за пять лет	1,50	Волатильность выше рынка
Акции в обращении, млн шт.	1 033,9	На 30.06.2026
Ближайшая отчётность	27.10.2026	После закрытия рынка

Источник: Yahoo Finance и формы 10-Q ServiceNow, данные на закрытие 17.09.2026

Для всего выпуска используется одна группа аналогов: Salesforce, Palo Alto Networks, CrowdStrike, Adobe, Workday. В неё вошли компании с корпоративным программным обеспечением по подписке, капитализацией от 0,2 до 5 капитализаций ServiceNow, сопоставимой моделью подписки и близкой годовой стоимостью контракта.

Д2. Бизнес-модель

Подписка формирует 97 % выручки, а услуги внедрения остаются убыточным каналом входа в платформу.

Направление	II кв. 2026, млн \$	Доля выручки, %	Рост за год, %
Подписка	3 877	97,2	+24,5
Услуги внедрения и прочее	110	2,8	+8,5
Итого	3 987	100,0	+24,0

Источник: форма 10-Q ServiceNow за квартал, закончившийся 30.06.2026

Д2-бис. Показатели бизнеса по кварталам

Динамика собрана из шести отчётов и презентаций для инвесторов, поэтому её нельзя восстановить из одной таблицы текущего квартала.

Показатель	II кв. 2025	I кв. 2026	II кв. 2026
Выручка подписки, млн \$	3 113	3 671	3 877
Законтрафованная выручка года, млрд \$	10,92	12,64	13,20
Весь портфель контрактов, млрд \$	23,9	—	29,0
Клиентов с контрактом выше 5 млн \$	535	630	658
Вознаграждение акциями, млн \$	499	558	655
Амортизация купленных активов, млн \$	25	77	219
Число акций, млн шт.	1 036	1 031	1 034

Источник: сообщения ServiceNow о результатах кварталов и формы 10-Q, период II кв. 2025 — II кв. 2026



Д3. Продукт и конкурентный ров

Конкурентный ров основан на положении платформы внутри корпоративной инфраструктуры: заменить центральный слой часто дороже, чем докупить ещё один модуль поверх него.

Конкурент	В чём сильнее ServiceNow	В чём слабее	Куда движется доля
Salesforce	Растёт вдвое медленнее: 13 % против 22,5 %	Вдвое больше по выручке и вчетверо дешевле по множителю	Расходятся по рынкам
Palo Alto Networks	Тот же рост 23 % при вдвое меньшей выручке	Собственная платформа безопасности и годовая стоимость контрактов 9,1 млрд \$	Прямое столкновение после покупки Armis
CrowdStrike	Меньше по выручке в два с половиной раза	Растёт на 22 % и не имеет наследия	Прямое столкновение
Adobe	Растёт вдвое медленнее	Доля акций в оплате труда ниже 10 % выручки	Разные рынки

Источник: отчётность компаний и их прогнозы на текущий финансовый год, данные на 17.09.2026

Armis меняет конкурентную карту. ServiceNow теперь напрямую соприкасается с Palo Alto Networks и CrowdStrike в безопасности, где эти компании раньше закрепились со своими готовыми платформами. Оценка рва — 7 баллов из 10: в корпоративных рабочих процессах преимущество выглядит прочным, а в безопасности его ещё предстоит доказать.

Д4. Менеджмент и инсайдеры

За полугодие инсайдеры продали акций на 4,6 млн \$ по заранее оформленным планам, тогда как единственная покупка руководителя составила 3,0 млн \$.

Дата	Персона и роль	Сделка	Акции, шт.	Сумма, млн \$
27.02.2026	Билл Макдермотт, председатель совета и генеральный директор	покупка	28 682	3,0
14.05.2026	Анита Сэндс, член совета	продажа	16 445	1,5
24.04–28.08.2026	Жаклин Кэнни, директор по персоналу	продажа	16 774	1,9
13.05–27.08.2026	Пол Чемберлен, член совета	продажа	5 700	0,7
08.05–31.08.2026	Пол Фиппс, президент по работе с клиентами	продажа	3 233	0,4
28.05.2026	Тереза Бриггс, член совета	продажа	1 595	0,2

Источник: формы 4 ServiceNow в системе SEC EDGAR, период 01.03–17.09.2026

Обещания менеджмента и фактический результат. ServiceNow ежеквартально задаёт ориентиры по четырём показателям, и за восемь кварталов ни один прогноз не оказался ниже факта; это важный аргумент в пользу доверия к краткосрочным прогнозам.



Обещание	Факт	Отклонение
Рост подписки во II квартале 2026 года, прогноз 21,5 %	23,0 % в постоянной валюте	+1,5 пункта
Рост законтрактованной выручки, прогноз 19,5 %	21,5 %	+2,0 пункта
Очищенная операционная маржа, прогноз 26,5 %	29,5 %	+3,0 пункта
Прогноз подписки на 2026 год, январь: 15,5 млрд \$	Поднят до 15,76–15,78 млрд \$	+1,7 %
Доля акций в оплате труда: ниже 10 % выручки к 2029 году	16,4 % во II квартале 2026 года	движение в обратную сторону

Источник: сообщения ServiceNow о результатах I и II кварталов 2026 года и материалы дня аналитика 04.05.2026

Для сценариев это означает различный уровень доверия к разным горизонтам. Прогноз на следующий квартал имеет восемь подтверждённых попаданий подряд, тогда как обещание снизить долю акций к 2029 году пока остаётся гипотезой, которую предстоит проверить.

Д5. Фундаментал за три года

За три года выручка почти удвоилась, но отчётная операционная экономика не повторила этот темп. Между ними стоят прежде всего вознаграждение акциями и расходы, возникшие после приобретений.

Что меряем, млн \$	2023	2024	2025	12 месяцев
Выручка	8 971	10 984	13 278	14 732
Рост выручки, %	23,8	22,4	20,9	23,1
Отчётная операционная прибыль	762	1 364	1 824	1 680
Отчётная операционная маржа, %	8,5	12,4	13,7	11,4
Чистая прибыль	1 731	1 425	1 748	1 670
Операционный денежный поток	3 398	4 267	5 444	5 308
Капитальные вложения	694	852	868	728
Свободный поток	2 704	3 415	4 576	4 580
Маржа свободного потока, %	30,1	31,1	34,5	31,1
Вознаграждение акциями	1 604	1 746	1 955	2 199
Доля акций в выручке, %	17,9	15,9	14,7	14,9

Источник: формы 10-K и 10-Q ServiceNow, последняя колонка — расчёт за двенадцать месяцев к 30.06.2026

Проверка качества отчётности. Набор контрольных показателей одновременно включает сильные и слабые стороны отчёта, чтобы не выносить вывод только по одной удобной строке.

Что проверяем	Сколько	Что означает
Разрыв отчётной и очищенной операционной прибыли	25,5 пункта	Растёт четвёртый квартал
Доля неденежных статей в прибыли до налога	62 %	Переоценка вложений 273 млн \$ из 438



Что проверяем	Сколько	Что означает
Вознаграждение акциями к выручке	16,4 %	Обещание снизить до 10 % не исполняется
Изменение числа акций за год	-0,5 %	Выкуп 2,2 млрд \$ удержал счёт на месте
Гудвил и нематериальные активы к активам	43 %	Больше собственного капитала 12,5 млрд \$
Дебиторская задолженность против выручки	-16 % против +23 %	Расхождения в пользу отчётности нет
Смена аудитора или учётной политики	нет	—
Оговорка о недостатках внутреннего контроля	нет	—

Источник: формы 10-Q и 10-K ServiceNow, данные на 30.06.2026

Деньги подтверждают наличие прибыли: операционный поток за двенадцать месяцев примерно втрое выше отчётной операционной прибыли. Более мягкое место структуры — не качество отчётности, а очищенный показатель, который снимает значительную часть экономических затрат и потому выглядит заметно лучше исходной маржи.

Д6. Мультипликаторы против сопоставимых компаний

Премия ServiceNow к Salesforce и Adobe формируется главным образом скоростью роста. По марже свободного потока ServiceNow не имеет соответствующего преимущества.

Компания	Капитализация, млрд \$	Капитализация к выручке	Рост выручки, %	Маржа свободного потока, %
ServiceNow	143,2	9,7	22,5	31,1
Salesforce	199,9	4,5	13,0	33,0
Palo Alto Networks	306,8	26,7	23,0	38,0
CrowdStrike	251,6	42,0	22,0	27,0
Adobe	100,4	3,9	11,0	40,0
Workday	43,8	4,6	11,0	30,0

Источник: цены Yahoo Finance на 17.09.2026, выручка и денежный поток из отчётности компаний и их прогнозов на текущий финансовый год

Связь между ростом и множителем по шести компаниям существует, но она слабая. Palo Alto Networks и CrowdStrike растут примерно тем же темпом, что и ServiceNow, однако торгуются примерно втрое дороже по выручке. Salesforce и Adobe растут вдвое медленнее и стоят вдвое дешевле. ServiceNow занимает промежуточное положение: её премия к более медленным компаниям опирается на рост, а скидка к компаниям безопасности отражает более короткую историю в новом для неё сегменте.



Д7. Держатели

87,2 % бумаг находятся у институциональных держателей, тогда как доля инсайдеров — 0,34 %. Структура владения поэтому мало оставляет места для влияния внутреннего капитала на котировку.

Что меряем	Сколько
Институциональное владение, %	87,2
Владение инсайдеров, %	0,34
Акции в обращении, млн шт.	1 033,9

Источник: сводка MarketBeat по формам 13F (вторичный источник), данные на март 2026 года

Д8. Консенсус аналитиков

Средняя цель 49 аналитиков находится рядом с текущей ценой, но диапазон индивидуальных оценок огромен: от 72 до 248 \$. Это втрое больше разницы между крайними значениями, чем между самой ценой и средней целью.

Что меряем	Сколько	Ориентир
Число аналитиков	49	Вторая выборка: 46
Средняя цель, \$	141,19	Вторая выборка: 143,84
Минимум и максимум, \$	72–248	Разброс втрое
Рейтинг	покупать	Продавать — двое из 49
Прогноз прибыли на III квартал, \$	1,04	Очищенная, на акцию
Прогноз выручки на III квартал, млрд \$	4,13	Прогноз компании: 3,98 по подписке

Источник: сводка S&P Global через StockAnalysis и сводка Investing.com, данные на 17.09.2026

По цене наш расчёт почти совпадает со средней целью, но опирается на другую основу. Консенсус капитализирует очищенную прибыль, тогда как здесь используется поток после вознаграждения акциями. Совпавший уровень цены при разных исходных показателях не даёт отдельного преимущества по направлению; его смысл в том, что спор идёт о том, какая прибыль должна быть базой оценки и что ломает выбранную основу.

Д9. Техника и опционный рынок

Рынок опционов оценивает годовой размах ниже фактического: подразумеваемая волатильность 52 %, фактический месячный размах 62 %. Следовательно, стоимость защиты не выглядит завышенной относительно того, как бумага реально двигалась.

Уровень или мера	Сколько	Что меняет в плане
Средняя цена за 50 дней, \$	122,13	Цена выше — импульс вверх
Средняя цена за 200 дней, \$	117,54	Первая опора медвежьего сценария
Максимум года, \$	194,73	Выше — бычья ветвь отыграна
Минимум года, \$	81,24	Медвежья ветвь целится в 92 \$



Уровень или мера	Сколько	Что меняет в плане
Относительная сила к индексу S&P 500 за три месяца, пунктов	+42,1	Разворот после годового отставания
Относительная сила к индексу S&P 500 за год, пунктов	-42,1	Год бумага шла хуже рынка
Фактический размах за месяц, %	61,9	За год — 65,5
Подразумеваемая волатильность, %	52,0	Ниже фактического размаха
Отношение путов к коллам по открытому интересу	0,98	Перекоса позиций нет

Источник: котировки Yahoo Finance и CBOE с задержкой, расчёт выпуска, данные на 17.09.2026

Д10. Что ещё не подтверждено

Раздел	Статус	Чего не хватает
Рыночный снимок	частично	Квант-рейтинг American Investor: бумага вне покрытия модели
Показатели по кварталам	частично	Портфель контрактов за I квартал 2026 года компанией не назван
Держатели	частично	Доля коротких позиций и разбивка держателей — на одном источнике
Мультипликаторы аналогов	частично	Маржа потока конкурентов — по прогнозам компаний, не по факту года
Продукт и ров	частично	Доли рынка в безопасности по провайдерам не раскрываются
Менеджмент и инсайдеры	выполнено полностью	—
Фундаментал	выполнено полностью	—
Консенсус	выполнено полностью	—
Техника и опционный рынок	выполнено полностью	—
Шаги доказательства	выполнено полностью	—

Источник: аудит полноты прогона на 17.09.2026

● Ограничения и термины

Оценка опирается на публичную отчётность эмитента, рыночные котировки и открытые источники на дату выпуска. Рыночные показатели обновляются ежедневно, отчётные данные — раз в квартал, поэтому часть тезисов может измениться сразу после следующей отчётности.

Прогнозы основаны на допущениях, перечисленных в оценочной части. Вероятности сценариев отражают аналитическую оценку, а не измеренную частоту. Дисконтированный поток чувствителен к стоимости капитала и терминальному росту; диапазон этой чувствительности показан в отдельной таблице. Исторические ряды приведены к 17.09.2026.



Термины и определения

Свободный денежный поток — операционный поток за вычетом капитальных вложений.

Вознаграждение акциями — часть оплаты труда, выданная собственными акциями компании.

Очищенный показатель — прибыль компании без вознаграждения акциями, амортизации купленных активов и разовых расходов.

Законтрактованная выручка года — подписанные контракты, которые станут выручкой в ближайшие двенадцать месяцев.

Портфель контрактов — вся подписанная и ещё не признанная выручка.

Гудвил — превышение цены покупки над стоимостью приобретённых активов.

Стрэддл — покупка колла и пута с одним страйком: ставка на размах, а не на направление.

Подразумеваемая волатильность — размах движения, который опционный рынок закладывает в цену страховки.