

CRM · Salesforce, Inc.

Инвестиционный анализ · 2026-08-24 · AI Analyst (v.8.4)

© Vitaliy Kravchenko | Smart Invest
patreon.com/kravchenko_invest
t.me/kravchenko_invest

CRM Salesforce, Inc. \$209.64 · 2026-08-24

Самый свежий финансовый отчет: форма 10-Q (подана 28.05.2026), отчетный период заканчивается 30 апреля 2026 г · Самый свежий транскрипт earnings call: Salesforce Delivers Record First Quarter Fiscal 2027 Results, 27 мая 2026 г., за период завершившийся 30 апреля 2026 г

НЕДООЦЕНКА

ТЕЗИС Подтверждён

Salesforce успешно трансформируется в провайдера автономных корпоративных ИИ-агентов (достигнут ARR новых ИИ-продуктов \$3,4 млрд). Рекордная операционная маржинальность в 34,8% и колоссальная программа выкупа акций на \$25 млрд защищают котировки и открывают потенциал роста более чем на 50%.

ГЛАВНОЕ ИЗ СОЗВОНА

- ARR от решений Agentforce и Data 360 вырос на 200% г/г до \$3,4 млрд, а платформа выполнила 3,8 млрд автономных задач (AWU).
- Возврат капитала приобрел невероятные масштабы: в Q1 компания вернула акционерам \$27,5 млрд через ASR и дивиденды.
- Внутренняя программа Customer Zero сэкономила \$50 млн, перенаправив 500 сотрудников службы поддержки на другие роли благодаря внедрению собственного ИИ.

ВЫРУЧКА

\$11,13 млрд

+13% г/г

ОПЕР. МАРЖА (NON-GAAP)

34,8%

н/д

ТЕКУЩИЙ RPO (CRPO)

\$33,6 млрд

+14% г/г

ПРОГНОЗ ВЫРУЧКИ (Q2)

\$11,27-11,35 млрд

+10-11% г/г

ЧТО ИЗМЕНИЛОСЬ VS ПРОШЛЫЙ КВАРТАЛ

- Прогноз по выручке на весь FY2027 повышен до диапазона \$45,9–\$46,2 млрд (включает ~3% от Informatica).
- Ожидается органическое ускорение темпов роста выручки во второй половине финансового года.

БЫЧИЙ КЕЙС

- Переход на гибридную модель монетизации (оплата за ИИ-задачи AWU) компенсирует стагнацию классической продажи рабочих мест.
- Интеграция с Data Cloud и Informatica делает экосистему CRM критически важной базой для корпоративного ИИ, снижая отток клиентов.

МЕДВЕЖИЙ КЕЙС

- Внедрение ИИ-агентов позволит клиентам радикально сократить штат менеджеров и службы поддержки, что приведет к отмене классических SaaS-лицензий.
- Традиционные сегменты (Commerce и Marketing) замедляются, а макроэкономическое давление в Европе сдерживает IT-бюджеты.

Тон менеджмента: Триумфальный и предельно уверенный Траектория: Q1'27: триумфальный

МНЕНИЕ АНАЛИТИКА

Salesforce блестяще ломает стереотипы рынка о «смерти SaaS из-за ИИ», доказывая на цифрах, что автономные агенты не могут работать без упорядоченных корпоративных данных. Впечатляющий ARR в \$3,4 млрд от ИИ-решений и взлет новой метрики AWU подтверждают: клиенты готовы щедро платить за реальную эффективность, а не за тесты. Параллельно с этим менеджмент железной хваткой держит издержки, удерживая опермаржу на уровне 34,8%. Бронебойный выкуп акций по ASR на \$25 млрд выступает мощнейшей поддержкой для котировок, делая текущие ценовые уровни отличной точкой входа.

Vitaliy Kravchenko · smart-invest.top

🐻 \$450.90 · 🏠 \$328.80 · 🐻 \$218.91 (метод: EV/FCF)

Оценочный расчёт AI-модели, не прогноз и не целевая цена. Перепроверяйте данные самостоятельно.

Salesforce, Inc. — мировой лидер в области технологий управления взаимоотношениями с клиентами (CRM). Компания предоставляет интегрированную платформу Agentforce 360, которая связывает отделы продаж, обслуживания, маркетинга, коммерции и ИТ, объединяя клиентские данные из различных систем с помощью встроенного искусственного интеллекта. Основную часть дохода компания получает от предоставления облачных сервисов по модели подписки, используя прямые продажи и партнерские сети.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ \$171.70 млрд 819 млн акций	ENTERPRISE VALUE \$202.02 млрд чистый долг \$30.33 млрд	С НАЧАЛА ГОДА -16.8% с \$252.34	Р/Е ПРОГНОЗНЫЙ 13.5x trailing 24.3x	ВОЛАТИЛЬНОСТЬ 30Д 47.2% beta 1.15	ДИВ. ДОХОДНОСТЬ 0.84% \$1.76/год · payout 19.6%
---	---	--	--	--	--



ПРОФИЛЬ БИЗНЕСА

ЧЕМ ЗАРАБАТЫВАЕТ

- Agentforce Sales
- Agentforce Service
- Data 360
- Slack
- Tableau

ОСНОВНЫЕ КОНКУРЕНТЫ

ServiceNow

Veeva

Microsoft

ГЕОГРАФИЯ ВЫРУЧКИ · FY2026

Америка

65%

Европа

25%

Азиатско-Тихоокеанский регион

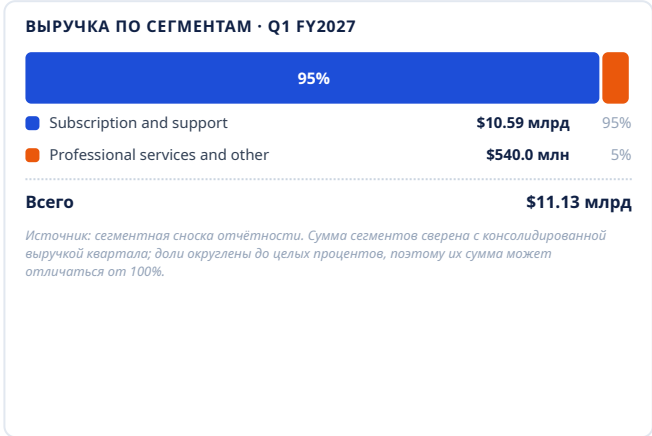
10%

Доли округлены, сумма может отличаться от 100%.

КЛИЕНТСКАЯ КОНЦЕНТРАЦИЯ

Ни один из клиентов не обеспечил более десяти процентов выручки компании в 2026, 2025 или 2024 финансовых годах.

Извлечено из 10-K / 10-Q и материалов созвона.



РЕЗУЛЬТАТЫ И ГАЙДЕНС				
ПОКАЗАТЕЛЬ	Q1 FY2026	Q1 FY2027	ИЗМЕНЕНИЕ	ГАЙДЕНС
Выручка	\$9.83 млрд	\$11.13 млрд	+13%	\$11,27 млрд - \$11,35 млрд за Q2 FY2027
Валовая маржа	77.0%	76.9%	+0.0 п.п.	—
Операционная маржа	20.1%	21.8%	+1.7 п.п.	34,3% за FY2027
Операционная прибыль	\$1.98 млрд	\$2.43 млрд	+23%	—
EPS (разводнённый)	\$1.59	\$2.42	+52%	—
Операционные расходы	\$5.59 млрд	\$6.14 млрд	+10%	—
Операционный поток	\$6.48 млрд	\$6.70 млрд	+3%	—
Net CAPEX	\$179.0 млн	\$145.0 млн	-19%	~1,5% за FY2027

Прочерк — величина отсутствует в источниках разбора, а не равна нулю. Столбец гайденса — слова менеджмента из earnings call, он не является прогнозом автора.



СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА И ОТДАЧА НА КАПИТАЛ

WACC
9.0%

ROIC (TTM)
9.5%

СПРЕД ROIC-WACC
+0.5 п.п.

COST OF EQUITY
10.5%

Компоненты: Rf 4.70% (10Y UST) · beta 1.15 · ERP 5.0% (US) · Ke 10.46% · Kd 3.13% · ставка налога 22% · доля собственного капитала 80%.

Положительный спред означает, что компания зарабатывает выше стоимости своего капитала. ROIC = NOPAT / (долг + собственный капитал), ставка налога — та же, что в WACC.

- ОБЕЩАНИЯ МЕНЕДЖМЕНТА: ЧТО СБЫЛОСЬ
- Выручка — \$11,27 млрд - \$11,35 млрд (Q2 FY2027)
[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]

Выручка — \$45,9 млрд - \$46,2 млрд (FY2027)
[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]

Операционная маржа (Non-GAAP) — 34,3% (FY2027)
[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]

CAPEX (% от выручки) — ~1,5% (FY2027)
[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
- Источник: тот же ledger обещаний, из которого строится проверка тезисов в теле отчёта. Здесь — только сводка. Показаны первые 4, ещё 1 — в разделе проверки тезисов.
- Сравнение с сектором не поместилось на лист и снято; секторная таблица остаётся в теле отчёта.

VALUATION		PROFITABILITY		BALANCE & DIVIDENDS	
Price	\$209.64	Revenue (TTM)	\$42.83 млрд	Debt / Equity	124%
Market Cap	\$171.70 млрд	Revenue Growth	13.3%	52-Week High	\$269.11
P/E (Trailing)	24.3x	Gross Margin	77.6%	52-Week Low	\$146.32
P/E (Forward)	13.5x	Operating Margin	21.8%	Dividend Yield	0.84%
P/B	5.0x	Net Margin	18.7%	Beta	1.15
EV/EBITDA	15.7x	ROE	16.9%		
P/S	N/A	ROA	5.7%		
		Free Cash Flow	\$16.55 млрд		

CRM · Salesforce, Inc.

Цена акции: \$209.64 (на 2026-08-24)

Самый свежий финансовый отчет: форма 10-Q (подана 28.05.2026), отчетный период заканчивается 30 апреля 2026 г.

Самый свежий транскрипт earnings call: Salesforce Delivers Record First Quarter Fiscal 2027 Results, 27 мая 2026 г., за период завершившийся 30 апреля 2026 г.

2. Драйверы роста и Качество выручки

В Q1 FY2027 (февраль 2026 – апрель 2026) Salesforce продемонстрировала уверенные темпы роста, которые опираются на успешную монетизацию ИИ-решений и закрытие крупной сделки M&A. Общая выручка за квартал составила \$11,13 млрд (+13% г/г в долларах, +12% г/г в постоянной валюте).

Органический рост остается прочным, однако значительный вклад внесли и неорганические факторы: недавно закрытая сделка по поглощению Informatica принесла \$444 млн в общую выручку (из них \$428 млн в сегмент подписок и поддержки).

Ключевым драйвером ускорения (acceleration) является беспрецедентный спрос на решения Data Cloud (теперь Data 360) и автономных агентов (Agentforce). ARR (Annual Recurring Revenue) по направлениям Agentforce и Data 360 достиг \$3,4 млрд (рост более чем на 200% г/г).

Замедление (deceleration) традиционно отмечается в решениях Marketing и Commerce, а также наблюдается более сдержанный рост в Европе на фоне макроэкономических трудностей в Великобритании и ряде других стран.

Главный "secular tailwind" — переход корпораций к "Agentic Enterprise" (предприятиям на базе ИИ-агентов), где ИИ не просто генерирует контент, но и выполняет автономные бизнес-задачи (AWU — Agentic Work Units), опираясь на гармонизированные данные клиентов.

Ключевые тезисы финансового отчёта

- Уверенный рост выручки и RPO:** Выручка за Q1 FY2027 составила \$11,13 млрд (+13% г/г). Общий объем обязательств по контрактам (RPO) достиг \$67,9 млрд (+11% г/г), а текущий RPO (сRPO, к признанию в ближайшие 12 месяцев) составил \$33,6 млрд (+14% г/г), что свидетельствует о прочном пайплайне будущих доходов [Report_CRM_10Q_2026-05-28].

- **Сильная генерация денежных потоков:** Операционный денежный поток (OCF) за квартал составил \$6,70 млрд (+3% г/г), обеспечив высокую ликвидность для масштабных программ возврата капитала [Report_CRM_10Q_2026-05-28].
- **Масштабный возврат капитала акционерам:** В марте 2026 года компания запустила программу ускоренного выкупа акций (ASR) на сумму \$25 млрд, в рамках которой уже получила 103 млн акций. Всего за первый квартал выплачено \$365 млн в виде дивидендов [Report_CRM_10Q_2026-05-28].
- **Фокус на интеграции ИИ и данных:** Выручка от подписки и поддержки выросла до \$10,59 млрд (+14% г/г), отражая высокий спрос на платформы Agentforce и интеграцию с недавно приобретенной Informatica, что стало ключевым технологическим приоритетом компании [Report_CRM_10Q_2026-05-28].

3. Финансовая дисциплина и Маржинальность

Salesforce демонстрирует феноменальные успехи в улучшении операционного рычага. За последние 3 года компания кардинально перестроила свою структуру затрат: от модели "рост любой ценой" к модели прибыльного роста (Rule of 50). Валовая маржа (Gross Margin) в Q1 FY2027 составила солидные 77% (\$8,56 млрд от выручки \$11,13 млрд), а GAAP операционная маржа достигла 21,1% (годом ранее — 19,8%). Non-GAAP операционная маржа взлетела до 34,8% [Report_CRM_10Q_2026-05-28].

Приоритеты распределения капитала (Free Cash Flow):

Компания генерирует гигантский свободный денежный поток (FCF за Q1 FY2027 составил \$6,56 млрд, что почти равно OCF благодаря низким капитальным затратам в \$145 млн). Основной фокус менеджмента направлен на агрессивный возврат капитала акционерам:

- **Buybacks (Выкуп акций):** Воспользовавшись недавним снижением мультипликаторов в секторе ("SaaS-rococalypse"), Salesforce инициировала колоссальную программу. Был запущен ASR на \$25 млрд. Доступный остаток по программе выкупа составляет \$22,9 млрд (около 13,3% от текущей капитализации в \$171,7 млрд) [Report_CRM_10Q_2026-05-28].
- **Дивиденды:** Компания выплатила \$365 млн за квартал (годовой Payout ~\$1,46 млрд).
- **M&A:** Стратегия сдвинулась в сторону точечных технологических приобретений с немедленной финансовой отдачей (Informatica закрыта с опережением графика, интеграция уже приносит плоды).

Ухудшения качества прибыли не наблюдается: рост дебиторской задолженности находится под жестким контролем, компания активно заменяет линейный персонал ИИ-агентами (программа "Customer Zero"), перенаправляя около 500 сотрудников службы поддержки на более сложные задачи и экономя \$50 млн [Earnings_transcript_CRM_2027_q1].

4. Основное из отчета

Позитивное:

- **Стремительный рост ИИ-продуктов и метрики AWU.** ARR по продуктам Agentforce и Data 360 превысил \$3,4 млрд (+200% г/г), при этом платформа обработала 28,6 трлн токенов и выполнила 3,8 млрд автономных задач (AWU). Цитата: «With more than \$1 billion in Agentforce ARR, \$3.4 billion in combined AI and data ARR, and 3.8 billion Agentic Work Units delivered for our customers, Salesforce has never been more essential.»
- **Беспрецедентный масштаб возврата капитала и маржинальная дисциплина.** В первом квартале компания вернула акционерам \$27,5 млрд через дивиденды и ускоренный выкуп акций (ASR), зафиксировав

non-GAAP операционную маржу на уровне 34,8%. Цитата: «Returned \$27.5 billion to shareholders, including \$27.1 billion in share repurchases and \$365 million in dividends.»

Негативное:

- **Слабость в отдельных традиционных сегментах и географиях.** На фоне взрывного роста ИИ-решений, классические продукты для маркетинга и коммерции показывают замедление, как и некоторые ключевые рынки за пределами США. Цитата: «...partially offset by weakness in marketing and commerce and slower growth in our exploration base. From a geographic perspective... some pockets in EMEA remain constrained.»
- **Органическое замедление (без учета Informatica).** Интеграция Informatica добавляет значительные пункты к росту, но органическое ускорение выручки перенесено на вторую половину года. Цитата: «We remain confident in delivering organic revenue acceleration in the second half of FY27, driven by growth in Sales, Service, Slack, Agentforce, and Data 360...»

5. Прогноз менеджмента

Forward Guidance и Качественные Ориентиры

Salesforce дает мощный guidance, пересматривая прогнозы на год вверх на фоне успешного поглощения Informatica и спроса на ИИ. На Q2 FY2027 ожидается выручка \$11,27 – \$11,35 млрд (+10–11% г/г). На весь FY2027 прогноз по выручке поднят до диапазона \$45,9 – \$46,2 млрд (включая ~3% вклада от Informatica). Ожидается, что операционная маржа (non-GAAP) за год составит 34,3%. Качественный ориентир менеджмента: органическое ускорение выручки ожидается во второй половине FY2027 благодаря росту новых ИИ-контрактов и циклу продлений.

Прогнозы менеджмента

Метрика	Факт (последний период)	Прогноз менеджмента	Горизонт	Источник
Выручка	\$11,13 млрд	\$11,27 млрд – \$11,35 млрд	Q2 FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
Выручка	\$41,52 млрд (FY26)	\$45,9 млрд – \$46,2 млрд	FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
Рост выручки (г/г)	13%	10% – 11%	Q2 FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
Операционная маржа (Non-GAAP)	34,8%	34,3%	FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
Операционная маржа (GAAP)	21,1%	20,6%	FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
EPS (Non-GAAP)	\$3,88	\$3,25 – \$3,27	Q2 FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
EPS (Non-GAAP)	\$14,12 (FY26)*	\$14,06 – \$14,12	FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
Рост OCF (г/г)	3%	~4% – 5%	FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]
Рост FCF (г/г)	4%	~4% – 5%	FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]

Метрика	Факт (последний период)	Прогноз менеджмента	Горизонт	Источник
CAPEX (% от выручки)	~1,3%	~1,5%	FY2027	[Earnings_transcript_CRM_2027_q1]

(Примечание к EPS FY26: рассчитано косвенно из базы, текущий гайденс отражает давление от долга для финансирования ASR).

6. Анализ Earnings Call и Тон Менеджмента

Ключевые темы Prepared Remarks

- 1. Переход к "Agentic Enterprise" и доминирование Agentforce.** Это центральная тема всего звонка. Менеджмент позиционирует Agentforce не как экспериментальный продукт, а как ядро нового корпоративного ИИ, масштабируемого прямо сейчас.

Цитата: «We're the #1 Agentic CRM, with Agentforce now powering every Customer 360 application and helping tens of thousands of businesses across every industry transform into Agentic Enterprises.»
- 1. "Customer Zero" — использование ИИ для собственной эффективности.** Salesforce агрессивно внедряет ИИ внутри компании для сокращения издержек и перераспределения персонала, доказывая ценность продукта на собственном примере.

Цитата: «As a result, we have reduced some of our hiring needs, enabling us to rebalance and redeploy 500 customer support employees to higher impact data plus AI roles by year-end, driving \$50 million in savings...»
- 1. Успех интеграции Informatica и роль данных.** Без правильной архитектуры данных ИИ не работает. Интеграция Informatica критична для активации "спящих" корпоративных данных.

Цитата: «Informatica, combined with Salesforce's data cloud, combined with Tableau combined with other key assets that we're going to bring to bear. This is what is creating this incredible data business.»

Deep Dive в последний Earnings Call

- Выручка и сегменты:** Подтвержден рост за Q1 FY27 до \$11,1 млрд (+13% г/г). Упомянется слабость в Commerce/Marketing, но огромная сила в Data Cloud и Agentforce. Цитата: «First quarter revenue of \$11.1 billion, up 13% Y/Y and 12% in CC, including \$444 million Informatica contribution»
- Маржинальность:** Беспрецедентный контроль над расходами. Non-GAAP маржа достигла 34,8%. Цитата: «First quarter GAAP operating margin of 21.1% and non-GAAP operating margin of 34.8%»
- Headcount / Restructuring:** Активное перепрофилирование персонала (Customer Zero), снижение потребностей в прямом найме агентов поддержки благодаря ИИ. Цитата: «In customer support, Agentforce has handled 750,000 cases and is on track to surpass 1 million help portal requests this quarter, cutting case volume by 7% year-over-year.»
- M&A и CAPEX:** Поглощение Informatica за \$8 млрд успешно завершено (приносит \$444 млн в квартал). Капзатраты контролируются на уровне 1,5% от выручки. Цитата: «Capital expenditures: Approximately 1.5% of revenue»
- Продуктовый роадмап:** Резкий акцент на метрику Agentic Work Units (AWU) и Slack как универсальный UI для ИИ-агентов. Цитата: «3.8 billion Agentic Work Units ("AWUs") delivered to date across Agentforce and Slack, growing 111% quarter-over-quarter»

- **Прочие ключевые метрики:** Мега-распределение капитала через ASR. Цитата: «Entered into \$25 billion accelerated share repurchase ("ASR"), with upfront share delivery of 103 million shares...»

Сравнение с тезисами прошлого квартала

Кумулятивная достоверность менеджмента: за последние 1 кварт. — Закрытых обещаний: **5**, выполнено **4** (⚠️ частично: 1, ❌ не выполнено: 0) (по цепочке ledger).

Тезис из прошлого квартала	Источник тезиса	Что произошло (факт или новая цитата)	Оценка
Выручка: \$11,03 млрд – \$11,08 млрд	[Earnings_transcript_CRM_2026_q4, Robin Washington]	Факт: \$11,13 млрд [Earnings_transcript_CRM_2027_q1]	✅ Выполнено
Выручка: \$45,8 млрд – \$46,2 млрд	[Earnings_transcript_CRM_2026_q4, Robin Washington]	Новый гайденс: \$45,9 млрд – \$46,2 млрд [Earnings_transcript_CRM_2027_q1]	⬆️ Гайденс повышен
Операционная маржа (Non-GAAP): 34,3%	[Earnings_transcript_CRM_2026_q4, Robin Washington]	Новый гайденс: 34,3% [Earnings_transcript_CRM_2027_q1]	⌚ На треке
Рост CRPO: ~14%	[Earnings_transcript_CRM_2026_q4, Robin Washington]	Факт: 14% (в номинале) [Earnings_transcript_CRM_2027_q1]	✅ Выполнено
Органическое ускорение выручки в H2	[Earnings_transcript_CRM_2026_q4, Robin Washington]	Гайденс подтвержден: «We remain confident in delivering organic revenue acceleration in the second half of FY27» [Earnings_transcript_CRM_2027_q1]	⌚ На треке

Вердикт достоверности менеджмента: Менеджмент обладает крайне высокой степенью достоверности. Они систематически выполняют или превосходят собственные консервативные прогнозы, успешно интегрируют M&A (Informatica) и четко следуют заявленной программе возврата капитала.

Тон и Уверенность Менеджмента

Тон: Триумфальный и предельно уверенный. Менеджмент использует мощные эпитеты ("outstanding", "record", "shattering"), делает упор на реальные метрики монетизации ИИ (вводя понятие AWU — Agentic Work Units), чтобы отстраниться от конкурентов, которые только "говорят" про ИИ. Марк Бениофф активно защищает бизнес-модель SaaS, утверждая, что ИИ — это расширение SaaS, а не его смерть.

Траектория тона: Q1'26: уверенный → Q2'26: позитивный → Q3'26: воодушевлённый → Q4'26: триумфальный → Q1'27: триумфальный.

Динамика Q&A: Трудные Вопросы

- **Тема:** Риск смерти модели SaaS на фоне развития "кастомных" ИИ-решений ("SaaSocalypse").

* **Ответ:** Прямой и агрессивный. Бениофф и команда жестко отвергли этот тезис, заявив, что корпоративный ИИ невозможен без структурированных корпоративных данных и разрешений, которые лежат в основе CRM. Они назвали конкурентов с их концепциями AGI "hallucinogenic" в контексте enterprise-надежности.

- **Тема:** Когда именно хайп вокруг ИИ и внедрение Agentforce трансформируется в ускорение *общего* роста выручки?

* **Ответ:** Прямой. Менеджмент четко переадресовал вопрос на CRO (Miguel Milano), который указал на расширение штата сейлзов (distribution capacity +22% к концу года) и подтвердил целевое ускорение органического роста во втором полугодии.

Достоверность Guidance

Исторически Salesforce склонна к "sandbagging" (незначительному занижению прогнозов), чтобы комфортно их побивать. Прогноз выручки на Q1 был \$11.08B (по верхней границе), факт составил \$11.13B. Все ключевые показатели прошлого квартала были перевыполнены.

Стратегический Контекст: Конкуренты, Партнёры, Инициативы

- **Конкуренты:** Бениофф прямо атаковал Microsoft Copilot, назвав его "the new clippy" и "false prophecy", подчеркнув, что обособленные LLM без корпоративных данных (Data Cloud) не способны решать реальные бизнес-задачи.
- **Партнерства:** Глубокая интеграция с AWS (продажи через маркетплейс удвоились/утроились), использование моделей Anthropic, OpenAI, Google в рамках концепции "открытых моделей" (LLM как коммодити).
- **Инициативы:** Slackbot и "Agentic Enterprise" — радикальный переход от продажи лицензий за "места" (seats) к гибридной модели монетизации с Flex Credits (плата за потребление агентов).

Признанные Риски со Слов Менеджмента

- **Макроэкономические риски:** «...some pockets in EMEA remain constrained. From a segment perspective... retail and consumer goods and public sector were more measured.»
- **Операционные риски (Сложность интеграции ИИ для клиентов):** «...they all have the hunger to do that. They all want to have this great success, but it takes some time for them to start to build their data sets. And that is why the Informatica acquisition is so important...»
- (Специфических технологических рисков или рисков прямого оттока клиентов к конкурентам менеджмент в своей речи не признал, активно защищая текущий ров).

7. Вердикт по инвестиционному тезису

Статус тезиса: Подтверждён.

Salesforce демонстрирует эталонный баланс между "Quality" (рентабельность и возврат капитала) и "Growth" (монетизация ИИ). Компания доказала способность реально зарабатывать на хайпе вокруг ИИ: ARR ИИ-решений (\$3,4 млрд) и введение метрики AWU показывают, что клиенты платят за реальные транзакции, а не за тесты [Earnings_transcript_CRM_2027_q1]. Огромный ASR на \$25 млрд ограничивает даунсайд для акций, поддерживая EPS.

Проверка триггеров прошлого квартала: триггеры прошлого квартала отсутствуют.

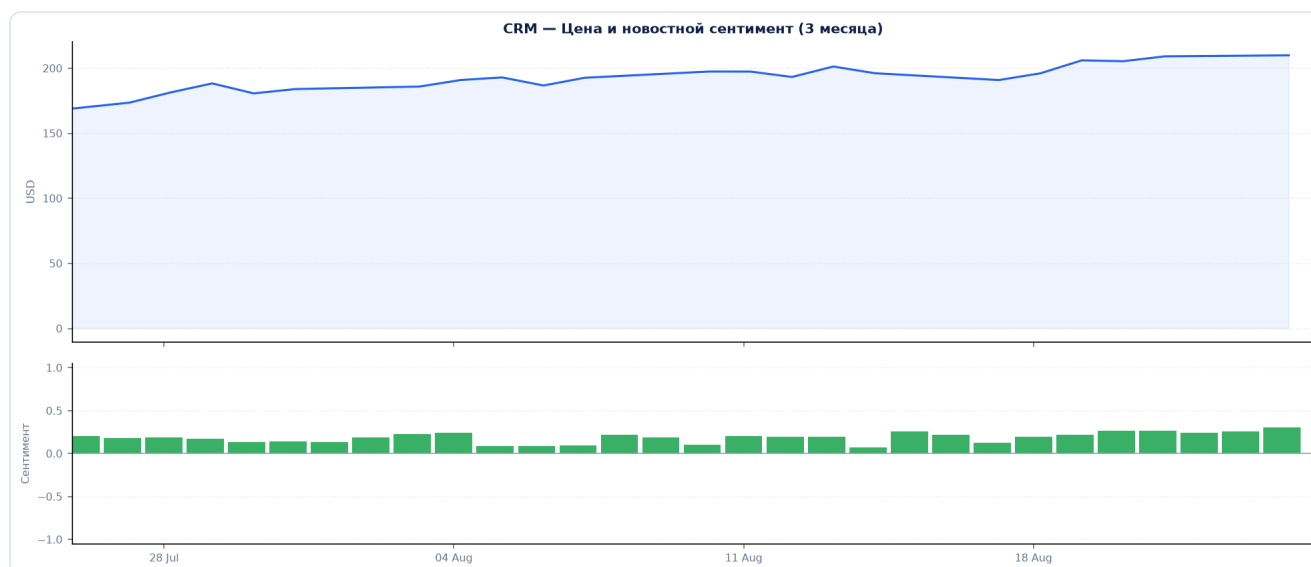
Что мониторить в следующем квартале:

- Тезис ломается, если выручка Q2 FY2027 < \$11,27 млрд.
- Тезис ломается, если Non-GAAP операционная маржа Q2 FY2027 < 34,0%.
- Тезис ломается, если темпы роста cRPO (Current RPO) в Q2 FY2027 упадут ниже 12% г/г в номинальном выражении.

8. Риски и «Медвежий кейс»

- 1. Канныализация классической "Seat-based" модели.** Переход к автономным агентам (Agentforce) может позволить корпорациям радикально сократить штат продавцов и службы поддержки. Если Salesforce не сможет компенсировать потерю "мест" (seats) за счет платы за потребление (consumption-based credits), общий ARR может стагнировать.
- 2. Сложность интеграции данных (Data Readiness).** Как признает сам Бениофф, ИИ не работает без приведенных в порядок данных. Зависимость успешного развертывания Agentforce от сложной интеграции MuleSoft и Informatica может замедлить цикл продаж и отпугнуть клиентов, у которых нет бюджета на масштабную перестройку ИТ-инфраструктуры.
- 3. Замедление Core-бизнеса маскируется M&A.** Базовые продукты (Marketing, Commerce, Tableau) показывают слабость. Интенсивный рост сейчас держится на апселлах Data Cloud существующим клиентам. В условиях жесткой экономии ИТ-бюджетов в Европе и госсекторе, исчерпание пула "легких апселлов" может вскрыть органическую стагнацию ниже 8% г/г.

9. Рыночный сентимент



Средний сентимент за 3 мес: +0.18 (Somewhat-Bullish) · 1000 новостей

Позитивные события:

- [2026-08-12] Inc.com: [How a CRM Overhaul Helped a Lean Team Break Into a New Market](#) · score: +0.85
- [2026-07-28] EIN News: [Best Salesforce Consulting and Development Companies in USA](#) · score: +0.83
- [2026-08-12] Salesforce: [Uber lifts their lead conversion rate by 60% with agentic outreach](#) · score: +0.75

Негативные события:

- [2026-07-23] TradingKey: [Salesforce Inc Stock \(CRM\) Moved Down by 3.56% on Jul 23: What Investors Need To...](#) · score: -0.64
- [2026-08-14] CSO Online: [Salesforce, ServiceNow data targeted in 'City-Forum' attacks](#) · score: -0.56
- [2026-07-21] 24/7 Wall St.: [Here Are Tuesday's Top Wall Street Analyst Research Calls: Adobe, Datadog, Five ...](#) · score: -0.51

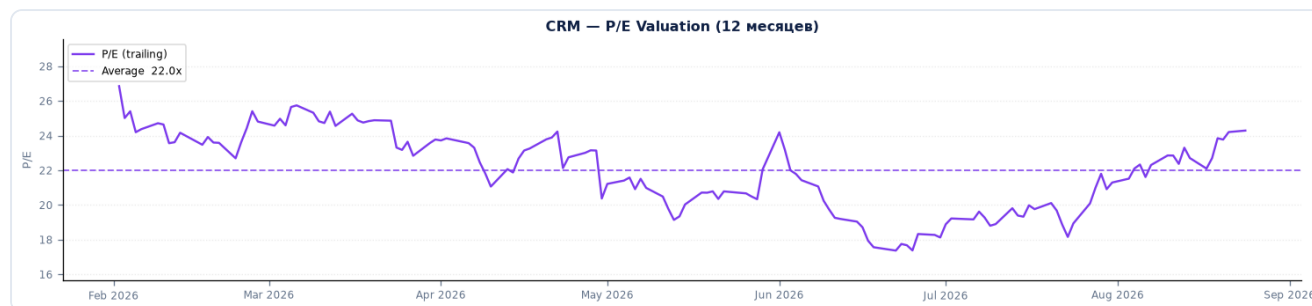
10. Позиционирование в секторе

Позиционирование в секторе (Technology — Software - Application)

Метрика	CRM	Сектор (медиана)	Позиция
P/E (trailing)	24.3x	24.6x	✓ Дешевле
P/E (forward)	13.5x	13.2x	— Дороже
P/B	5.0x	10.6x	✓ Дешевле
EV/EBITDA	15.7x	18.5x	✓ Дешевле
ROE	16.9%	53.4%	— Ниже нормы
ROA	5.7%	6.5%	— Ниже нормы
Net Margin	18.7%	25.4%	— Ниже нормы
Operating Margin	21.8%	35.3%	— Ниже нормы
Revenue Growth (YoY)	13.3%	20.6%	— Ниже нормы
Debt/Equity	124%	68%	— Выше

Пирсы: NOW, ADBE, ORCL · Данные: Yahoo Finance

11. Расчет стоимости акции



Сектор компании (Yahoo): Technology / Software - Application

Дивиденды:

- Текущий **годовой** дивиденд на акцию: \$1,76 (квартальный \$0,44 × 4). Дивидендная доходность: ~0,84% к текущей цене \$209,64.
- Динамика: Компания инициировала выплату дивидендов относительно недавно (в FY2025) и планомерно их выплачивает.
- Покрытие: Выдающееся. FCF за квартал \$6,56 млрд с лихвой перекрывает квартальные дивиденды (\$365 млн).
- Buyback-программа: Колоссальная. Доступный остаток \$22,9 млрд = 13,3% от Market Cap \$171,7 млрд. (Только что реализован ASR на \$25 млрд).
- Риски дивидендов:** Дивиденд абсолютно устойчив. Операционный рычаг и генерация кэша находятся на исторических максимумах.

Входные данные для расчётов: Base Case опирается на официальный guidance менеджмента на FY2027 (Non-GAAP OCF рост ~4-5%, CapEx ~1,5% от выручки).

Метод 1: DCF (Discounted Cash Flow)

Оценка применимости: DCF отлично применим. Salesforce — зрелая софтверная компания с крайне предсказуемыми и стабильными положительными свободными денежными потоками (FCF), четко обозначенными капзатратами и понятной маржинальностью.

Валюта блока оценки: USD.

Предпосылки:

- Bull FCF (5 лет):** [\$16.0B, \$18.4B, \$21.1B, \$24.3B, \$27.9B] (CAGR ~15% на волне гиперadopции ИИ-агентов); WACC=8.5%; TGR=2.5%
- Base FCF (5 лет):** [\$15.0B, \$16.5B, \$18.1B, \$20.0B, \$22.0B] (CAGR ~10% согласно долгосрочным планам роста бизнеса); WACC=9.0%; TGR=2.0%
- Bear FCF (5 лет):** [\$14.0B, \$14.7B, \$15.4B, \$16.2B, \$17.0B] (CAGR ~5% при стагнации core-бизнеса и давлении макро); WACC=9.5%; TGR=1.5%

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
🐮 Бычий (Bull Case)	\$450.86	+115.1%	\$1.76 (0.8%)	+115.9%
⚖️ Базовый (Base Case)	\$302.48	+44.3%	\$1.76 (0.8%)	+45.1%
🐻 Медвежий (Bear Case)	\$201.64	-3.8%	\$1.76 (0.8%)	-3.0%



Метод 2: EV/FCF — выбор аналитика

Обоснование: Для зрелого и высокорентабельного SaaS-бизнеса, сфокусированного на генерации кэша (Rule of 50), EV/FCF является золотым отраслевым стандартом. Поскольку метрика FCF включает искажения от Stock-Based Compensation (SBC), мультипликатор должен консервативно учитывать этот фактор.

Предпосылки:

- Bull:** FCF=\$16.0B, мультипликатор=25x (ускорение органического роста до двузначных цифр возвращает премиальную оценку софта)
- Base:** FCF=\$15.0B, мультипликатор=20x (текущая справедливая оценка для зрелого IT-гиганта с ростом ~10%)
- Bear:** FCF=\$14.0B, мультипликатор=15x (пессимистичный сценарий превращения в "медленно растущую value-историю" на фоне конкуренции)

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
Бычий (Bull Case)	\$450.90	+115.1%	\$1.76 (0.8%)	+115.9%
Базовый (Base Case)	\$328.80	+56.8%	\$1.76 (0.8%)	+57.7%
Медвежий (Bear Case)	\$218.91	+4.4%	\$1.76 (0.8%)	+5.3%



Сводный диапазон оценки по двум методам (Base Case):

Метод	Целевая цена	Ожидаемый прирост
DCF (Метод 1) — <u>справочно, не входит в оценку</u>	\$302.48	+44.3%
Мультипликатор (Метод 2) — основной метод	\$328.80	+56.8%

Среднее не рассчитано — методы несопоставимы (sanity-флаг HIGH_TERMINAL). Итоговая оценка опирается на основной метод; второй показан справочно и в неё не входит.

Sanity-проверка:

Терминал 75% > 65% — оценка чувствительна к TGR/WACC

Итог по доходности (Base Case): Модели указывают на солидный потенциал роста от текущих подавленных уровней (\$209,64), так как рынок пока скептически закладывает "смерть SaaS", игнорируя реальную генерацию FCF в размере \$15+ млрд в год.

12. Вывод (Verdict)

Salesforce является классическим представителем профиля **"Quality Growth"** (качественный рост с высокой прибылью). Компания успешно преодолела фазу агрессивного роста любой ценой и теперь демонстрирует феноменальный контроль над издержками (Non-GAAP маржа ~35%), генерируя огромный кэш.

- Ключевой фактор "за":** Непревзойденная способность монетизировать ИИ в корпоративном сегменте (Agentforce + Data Cloud) с немедленной конвертацией доходов в возврат капитала акционерам (агрессивный ASR на \$25 млрд).
- Ключевой фактор "против":** Долгосрочный риск структурной трансформации рынка: если ИИ позволит корпорациям радикально сокращать штат сотрудников продаж и поддержки, традиционная модель монетизации Salesforce "за каждое рабочее место" подвергнется суровому стресс-тесту, требующему идеальной настройки новой ценовой политики (consumption credits).

Источники

[Report_CRM_10K_FY2026] — Отчёт SEC · [Report_CRM_10K_FY2026.pdf](#)

[Report_CRM_10Q_2025-05-29] — Отчёт SEC · [Report_CRM_10Q_2025-05-29.pdf](#)

[Report_CRM_10Q_2025-09-04] — Отчёт SEC · [Report_CRM_10Q_2025-09-04.pdf](#)

[Report_CRM_10Q_2025-12-04] — Отчёт SEC · [Report_CRM_10Q_2025-12-04.pdf](#)

[Report_CRM_10Q_2026-05-28] — Отчёт SEC · [Report_CRM_10Q_2026-05-28.pdf](#)

[Report_CRM_8K_2026-05-27] — Отчёт SEC · [Report_CRM_8K_2026-05-27.pdf](#)

[Report_crm-20241031] — Отчёт SEC · [Report_crm-20241031.pdf](#)

[Earnings_transcript_CRM_2026_q1] — Транскрипт · [Earnings_transcript_CRM_2026_q1.txt](#)

[Earnings_transcript_CRM_2026_q2] — Транскрипт · [Earnings_transcript_CRM_2026_q2.txt](#)

[Earnings_transcript_CRM_2026_q3] — Транскрипт · [Earnings_transcript_CRM_2026_q3.txt](#)

[Earnings_transcript_CRM_2026_q4] — Транскрипт · [Earnings_transcript_CRM_2026_q4.txt](#)

[Earnings_transcript_CRM_2027_q1] — Транскрипт · [Earnings_transcript_CRM_2027_q1.txt](#)

Дисклеймер. Настоящий документ носит исключительно информационный характер и **не является инвестиционной рекомендацией или инвестиционным советом**. Материал представляет собой выжимки и аналитические интерпретации документов, перечисленных в разделе «Источники», и основан на фактах, содержащихся в этих документах, а также на предположениях аналитика. Прошлые результаты не гарантируют будущей доходности. Любые инвестиционные решения принимаются исключительно на ваш собственный страх и риск. Автор не несёт ответственности за возможные убытки, возникшие в результате использования данного материала.