

Оценка и подготовка компании при выходе на IPO



Алексей Примак



Что такое IPO

IPO (Initial Public Offering) — первичное публичное предложение акций компании широкому кругу инвесторов, сопряженное с получением листинга и началом торгов на фондовой бирже.

После совершения IPO акции эмитента могут свободно торговаться на фондовом рынке, а также обладают рыночной оценкой в режиме реального времени, доступной широкой публике, а сама компания называется публичной.



Успешное IPO = длительный процесс подготовки + временные и финансовые ресурсы.

Цели IPO

IPO – естественный этап эволюции компании, новый импульс на будущее развитие и прозрачность построенного бизнеса.

Цели:

- привлечение нового капитала в компанию от широкого круга инвесторов;
- получение объективной рыночной оценки актива;
- создание ликвидности активов существующих акционеров;
- обеспечение возможности существующим акционерам продать (частично или полностью) свою долю в компании;
- получение эмитентом торгуемых акций, которые могут быть использованы для осуществления сделок по слиянию и поглощению;
- улучшение стандартов корпоративного управления компании, увеличение прозрачности и создание механизма широкого контроля над деятельностью менеджмента эмитента;
- опционные программы для менеджмента;
- снижение стоимости долга.

Преимущества IPO

- Увеличение и диверсификация собственного капитала компании;
- Для существующих акционеров – возможность получить достойный возврат их инвестиций;
- Получение более дешевого и легкого доступа к увеличению капитала в будущем;
- Улучшение публичного имиджа;
- Возможность привлечения лучшего персонала и менеджмента за счет стимулирования через участие в капитале;
- Создание многочисленных финансовых возможностей: конвертируемые займы, более дешевые банковские кредиты, и т.п.



Проблемные вопросы IPO

- Большая сумма расходов на консультантов, существенную часть которых надо предоплачивать;
- Полное раскрытие информации о компании, ее бенефициарах, доходах менеджмента и т.п.;
- Существенное время на подготовку, полная вовлеченность топ-менеджмента в процесс;
- Риск, что требуемая сумма не будет получена;
- Публичное распространение информации, которая может быть использована в недружественных целях конкурентами, поставщиками и покупателями.



Факторы успеха IPO

Привлекательная инвестиционная история:

- перспективы роста/генерации денежных потоков;
- ясная и достижимая стратегия развития;
- опытный, сильный менеджмент;
- сильное позиционирование относительно конкурентов;

Подготовительная работа эмитента:

- Наличие аудированной финансовой отчетности за последние три года;
- Юридически прозрачная структура собственности;
- Консолидация всех центров прибыли и денежных потоков;
- Высокие стандарты корпоративного управления;
- Высокие стандарты раскрытия информации;
- Привлечение оптимального пула банков - организаторов для осуществления IPO;
- Привлечение прочих профильных консультантов (аудиторов, юридических консультантов, PR-агентств и пр.).

Факторы успеха IPO

Выбор оптимальной структуры и основных параметров размещения:

- Выбор благоприятного временного интервала для проведения IPO;
- Общий размер предложения акций;
- Объем средств, привлекаемых компанией, и объем средств, привлекаемых существующими акционерами;
- Наличие и размер розничного транша;
- Временное ограничение на предложение акций после IPO;
- Применение механизма стабилизации цены акции.

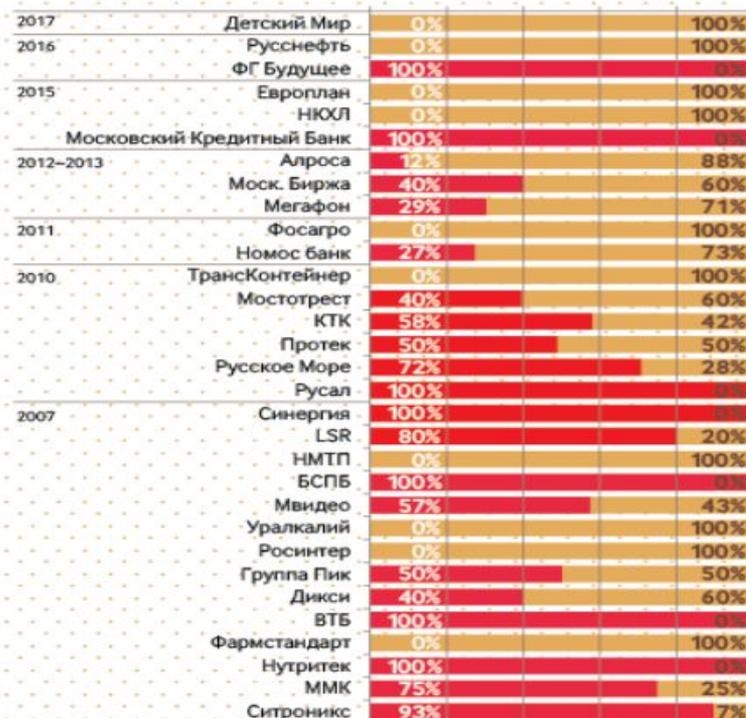
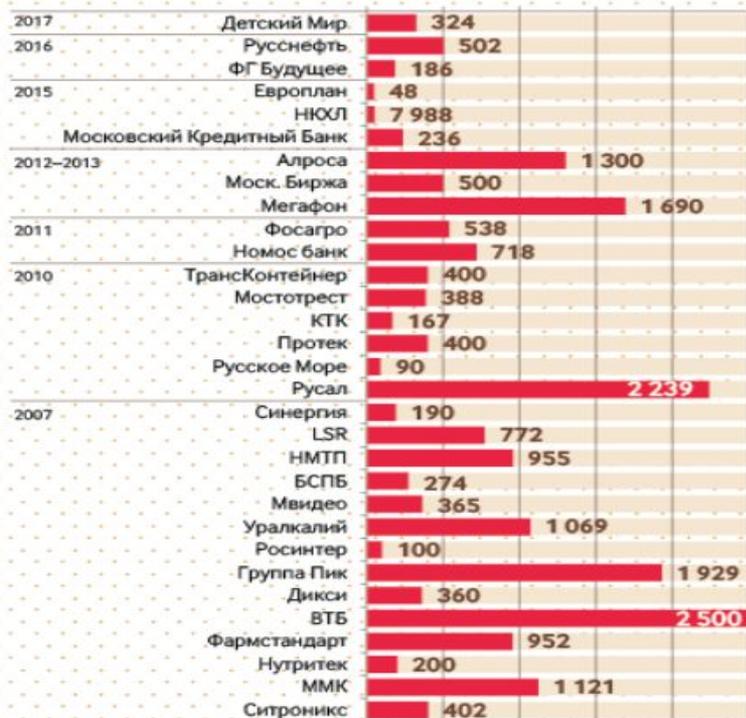
Организация размещения:

- эффективная ежедневная работа наряду с привлеченными консультантами по подготовке документации;
- получение необходимых одобрений от регуляторов;
- прохождение процедуры листинга на бирже;
- презентация инвестиционной истории широкому кругу инвесторов;
- аналитическая и торговая поддержка акций после IPO.

Оптимальная структура IPO

- **Выбор оптимальной структуры** – один из ключевых факторов успешности IPO. Структура может быть пересмотрена во время активной фазы подготовки, исходя из обратной связи с инвесторами и изменения ситуации на фондовом рынке.
- **Оптимальный объем** предложения зависит от ожидаемой оценки эмитента, способности рынка абсорбировать объем IPO, от минимально необходимой ликвидности, требуемой инвесторами.
- **Количество акций** в свободном обращении: не менее 10% от выпущенных акций компании. Большой объем размещения и более высокий % акций в свободном обращении положительно влияют на ликвидность и на оценку компании.
- **Важно:** соотношение средств, привлекаемых в компанию (первичные акции), и акций, продаваемых текущими акционерами (вторичные акции). Выбор зависит от необходимости привлечения нового капитала в компанию и соответствует стратегии развития эмитента.

Оптимальная структура IPO



• Первичные

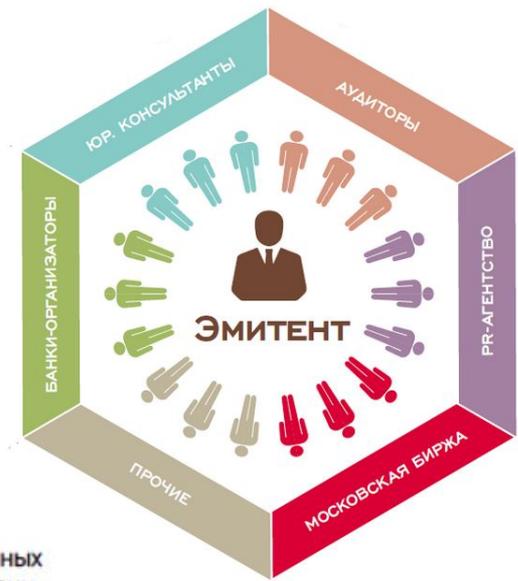
• Вторичные

Основные направления подготовки

- Юридическая реорганизация
- Должная проверка (due diligence)
- Подготовка проспекта
- Подготовка информационного меморандума
- Подготовка юридической документации и заключений

- Координирование проекта
- Подготовка презентационных материалов
- Подготовка аналитических отчетов
- Организация роудшоу
- Маркетинговая стратегия
- Стратегия по установлению цены и распределению акций
- Стабилизация

- Открытие виртуальной комнаты данных
- Печать и распространение информационного меморандума



- Подготовка финансовой отчетности
- Финансовая проверка компании
- Консультации по вопросам составления отчетности
- Консультации по налоговому законодательству

- Курирование освещения IPO со стороны медиа
- Подготовка пресс-релиза
- Консультации по организации департамента по работе с инвесторами

- Получение листинга
- Организация розничного транша
- Консультация по требованиям к корпоративному управлению

Оптимальные периоды



Основные участники

Менеджмент компании. Ответственность:
подбор всех участников, внутренние
корпоративные преобразования; информация
для юридической проверки, проспект ценных
бумаг и маркетинговых материалов; стратегия
публичных коммуникаций.

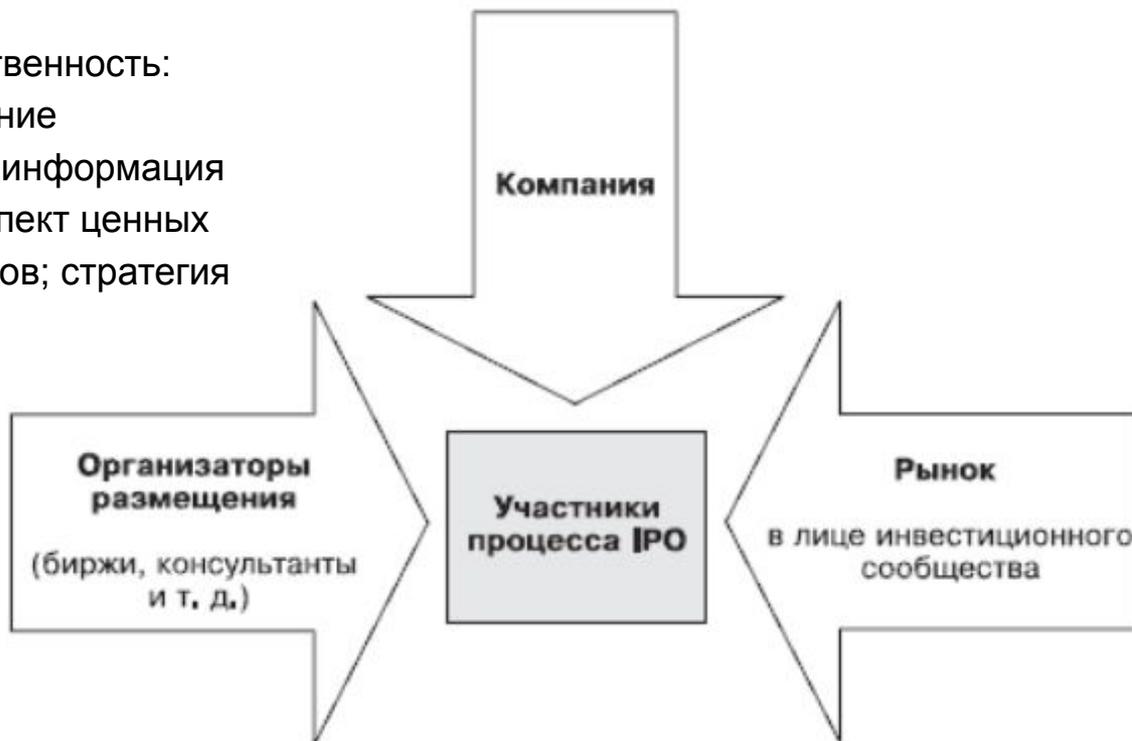
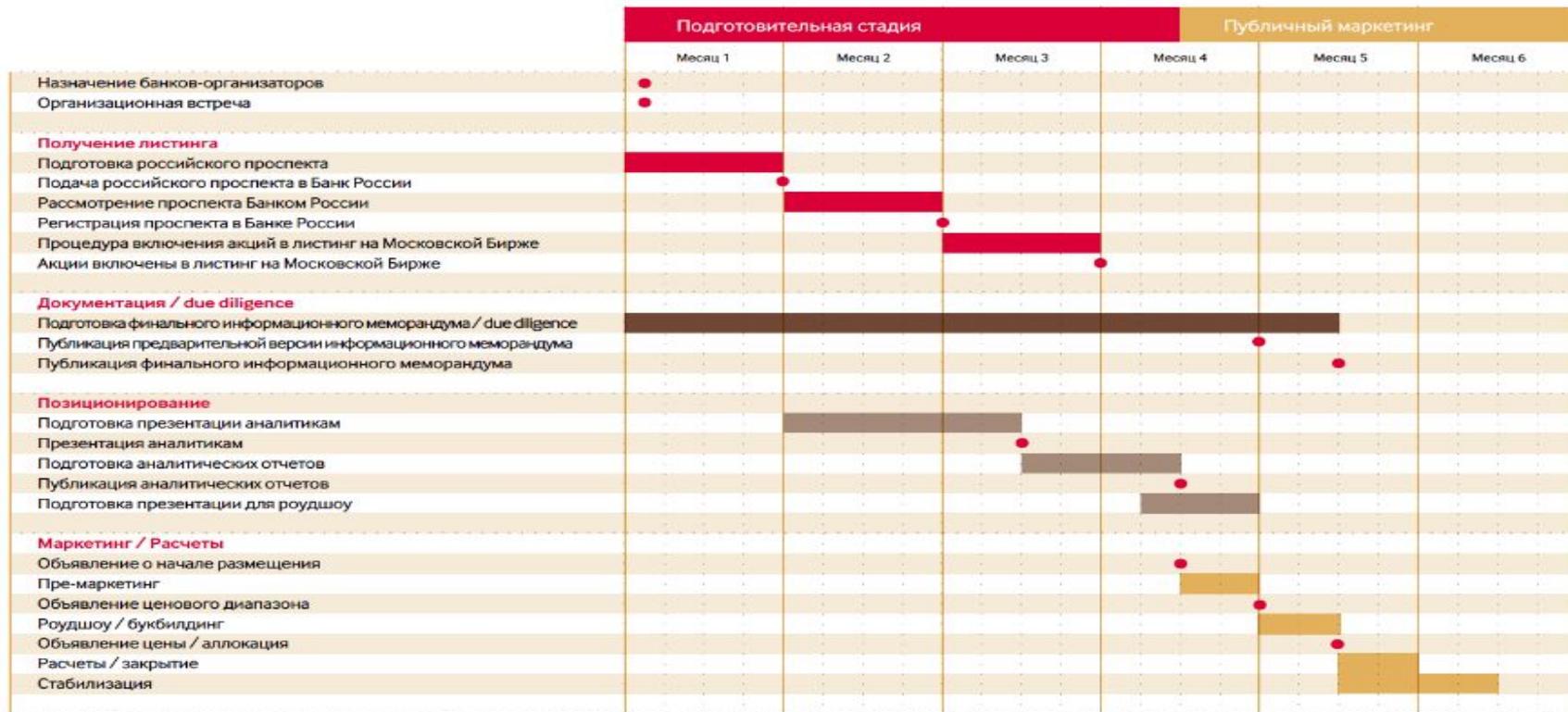


График работ



Инвестиционное позиционирование

- Основа инвестиционного позиционирования – стоимость бизнеса компании.
- Потенциальные инвесторы хотят акции компании, которые оцениваются с дисконтом к уже торгуемым компаниям.
- Организаторы размещения (андеррайтеры) должны в начале процесса IPO представить индикативную оценку или ценовой диапазон (max и min стоимость) акции компании.
- Первая оценка компании производится на этапе “борьбы” андеррайтеров за мандат по организации размещения, затем уточняется.

Стоимость компании рассчитывается, исходя из размера инвестиций и доли инвесторов в уставном капитале компании.

Оценка стоимости бизнеса компании до выхода на фондовый рынок определяется посредством переговоров инвесторов с собственниками бизнеса.

Что такое оценка IPO

Оценка IPO - это оценка стоимости компании на момент первичного публичного размещения. Она включает в себя анализ различных финансовых и нефинансовых факторов для оценки потенциала роста компании, ее прибыльности и позиции на рынке. [Оценка играет важную роль](#) в определении цены размещения акций.

Значение оценки IPO

1. Помогает компании привлечь необходимые средства для расширения, слияний и поглощений, исследований и разработок, а также других инициатив по росту.
2. Позволяет инвесторам оценить стоимость компании и потенциальную отдачу от их инвестиций.
3. Устанавливает точку отсчета для будущей деятельности компании и ожиданий рынка.

Методы оценки

Несколько подходов к оценке стоимости акций фирмы-эмитента: метод оценки активов; метод использования мультипликаторов фирм-аналогов; метод дисконтированных денежных потоков.

	Затратный подход	Доходный подход	Сравнительный подход
На что опирается	Стоимость активов	Возможные будущие доходы	Цену аналогов на рынке
Когда подходит	У компании много дорогостоящего имущества	У компании был рост дохода в прошлом и он может продолжиться	Есть похожие компании, с которыми можно сравнить бизнес
Когда не получится использовать	Мало активов	Нет дохода	Нет информации о стоимости компаний-аналогов

Методы оценки

Сравнительная оценка: анализируются компании-аналоги. Прогнозируемый ко времени проведения IPO чистый доход на акцию (E) умножается на среднее соотношение стоимости акций к доходу (P/E) для сопоставимых компаний. Наиболее примитивный и известный метод оценки стоимости акций компании.

Сравниваются несколько финансово-операционных показателей и мультипликаторов компании с такими же показателями компаний, акции которых котируются на бирже.

Подход полезен, если на рынке есть несколько реально сравнимых компаний и рынок дает правильную оценку подобных компаний. Необходимо подбирать зрелые и ликвидные предприятия. Ориентиры: размер и перспективы роста, рискованность бизнеса, специализация товаров, клиентская база, география деятельности, текущая и будущая рентабельность и др.

Оценка по мультипликаторам

Первая группа мультипликаторов:

- price/earnings, P/E – рыночная капитализация компании/чистая прибыль компании;
- price/EBIT (earnings before interest and tax) – рыночная капитализация компании/прибыль до вычета процентов и налога на прибыль;
- price/book value – рыночная капитализация компании/балансовая стоимость компании, т.е. рыночная стоимость акций/балансовая стоимость акций (market value/book value);
- enterprise value/EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) – стоимости компании с учетом всех источников ее финансирования/прибыли до вычета расходов по процентам, уплаты налогов и амортизационных отчислений;
- enterprise value/revenues or sales, EV/Revenues – стоимость компании с учетом всех источников ее финансирования /валовая выручка.

Оценка по мультипликаторам

Первые три из вышеприведенных показателей дают оценку стоимости акций компании, т.е. рыночной капитализации компании. Последние два базируются на оценке бизнеса компании и дают оценку стоимости акций с учетом стоимости долга и обязательств компании.

Вторая группа мультипликаторов:

Отраслевые мультипликаторы, применяются для компаний, действующих в конкретной отрасли:

- P/NAV – для девелоперов;
- P/subscriber – для интернет-провайдеров и сотовых операторов;
- P/Запасы и P/Резервы – для промышленных компаний.

Оценка компании

Метод формирования книги заявок. Стоимость размещения определяется переговорами между компаниями и привлеченными андеррайтерами.

В случае предложения по установленной стоимости ведущий организатор-андеррайтер имеет доступ к ограниченной оценке спроса и ожидаемой оценке со стороны инвесторов.

Андеррайтеры-организаторы размещения проводят широкий маркетинговый опрос для определения мнения потенциальных инвесторов по стоимости и спросу на ценные бумаги, предлагаемые компанией.



Оценка по дисконтированному денежному потоку

Оценка акций с использованием денежных потоков (cash flow, CF) проводится андеррайтером - организатором IPO. Метод основан на теоретическом фундаменте, считается самым надежным показателем при оценке. **Этапы:**

1. Прогнозирование будущих денежных потоков в течение следующего цикла развития компании или ближайших пяти лет. Следует внести корректировки для учета амортизации, износа, капиталовложения и изменений оборотного капитала.
2. Оценить стоимость компании в пост-прогнозном периоде (например, остаточную стоимость).
3. Применяя ставку дисконтирования, подсчитать чистую приведенную стоимость (NPV) всех денежных потоков (CF).
4. Добавить избыточные денежные средства или эквиваленты (например, ликвидные ценные бумаги) и стоимость неоперационных активов для получения стоимости компании (EV).
5. Отнять текущий долг и обязательство компании для определения стоимости акционерного капитала компании.

Свободный денежный поток

Формула для расчета свободного денежного потока компании:

Скорректированная операционная прибыль (net operating profit after tax, NOPAT) = Прибыль до учета процентов и налога на прибыль (ЕВІТ) минус сумма налога на прибыль, применяемая к ЕВІТ (произведение ЕВІТ и максимальной ставки налога на прибыль компании).

Свободный денежный поток = Скорректированная операционная прибыль (netoperatingprofitaftertax, NOPAT) + расходы в неденежной форме, в частности, амортизация и износ минус капиталовложения минус увеличение (уменьшение) неденежных статей оборотного капитала.

Свободный денежный поток – денежные средства, которые могут быть выплачены владельцам капитала. Расчет стоимости компании по методу дисконтированных денежных потоков начинается с расчета свободных денежных потоков (cashflow).

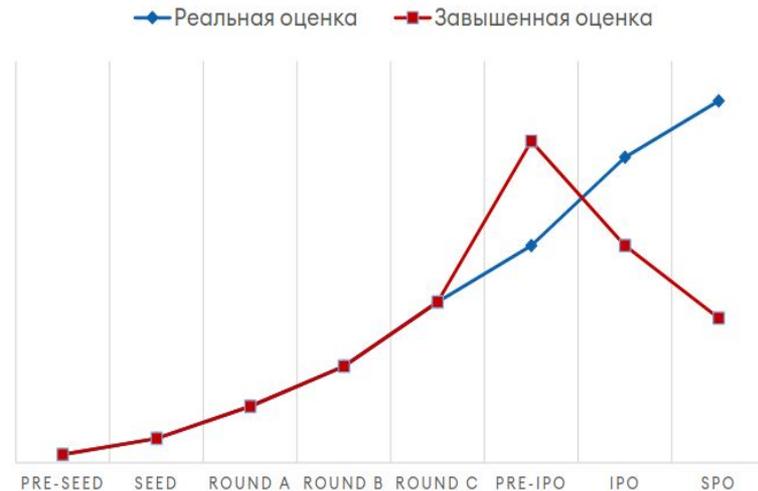
При дисконтировании прогнозируемых денежных потоков нужно использовать стоимость капитала (cost of capital). Рассчитывается как сумма (в %), которая компания должна «уплатить» акционерам. Каждый источник финансирования имеет свою стоимость, при этом стоимость акционерного капитала традиционно выше стоимости долга.

Оценка компании завышена

На pre-IPO и IPO основатели продают инвесторам перспективу дальнейшего роста.

Высокая оценка – стратег не купит, а ликвидности рынка будет недостаточно.

- IPO это cash-in инвестиции. Основной заработок основателей – на post-IPO стадии;
- Завышенная оценка на IPO и торги ниже размещения в следующие 12-24 месяца принесут убытков существенно больше, чем предполагаемая прибыль от высокой оценки на IPO.



Rule 40 :

$(\% \text{ рост выручки YOY} + \% \text{ маржинальность}) > 40\%$

Недооценка

Недооценка (от англ. underpricing): рост котировок акций компаний в первый день торгов (цена закрытия первого дня минус цена предложения X на количество акций, проданных инвесторам). Для инвесторов недооценка акций = построение выигрышных стратегий, для эмитента – это потери, так как акции продаются ниже справедливой стоимости.

Недооценка акций и размер сверхдоходности в первые торговые дни зависят не только от действий эмитента и андеррайтера и других участников IPO, но также от характеристики компаний, макроэкономических и других различных факторов.

Процедура ценообразования состоит из различных факторов, в том числе рыночных, финансовых и нефинансовых. Компании не всегда могут повлиять на такие рыночные и макроэкономические факторы, как конъюнктура рынка, доходность в различных сегментах рынка, динамика роста различных секторов, возможности инвесторов и т.д. Компании могут лишь выбрать удачный момент для проведения IPO.

Показатели развития компании

Показатели, характеризующие развитие компании:

- финансовый и операционный рычаг;
- текущий и прогнозируемый уровень затрат;
- фактические и прогнозные темпы роста выручки;
- различные показатели рентабельности (ROA, ROI, ROE);
- средневзвешенная стоимость капитала (WACC);
- инвестиции в активы компании;
- свободный денежный поток (FCF).

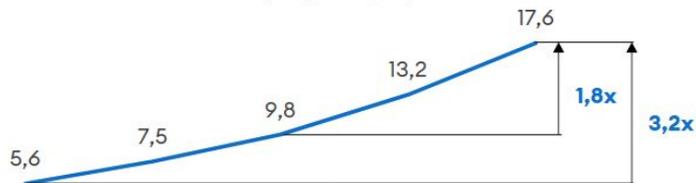
Индекс создания стоимости (от англ. Value Creation Index — VCI) рассчитывается на основе нематериальных факторов: исследования и инновации, способность привлекать и удерживать кадры, сотрудничество и связи, качество оперативного управления, продуктов и услуг, воздействие на окружающую среду, инвестиции в создание/развитие бренда, технологии и удовлетворение потребностей клиентов. Увеличение значения индекса должно повлечь за собой рост рыночной капитализации компании. 10% рост индекса ведет к росту рыночной капитализации на 5% (с учетом финансовых факторов).

Переоценка компании: убытки новых акционеров и тренд к падению стоимости компании

Раунд – RUB 600M, IPO – 2026г, выход ранних инвесторов 2027-2028гг.

Оптимистичный сценарий

- Оценка на **pre-IPO** 2024г – **P/S 3,5x** (RUB 5,6B pre-money)
- Оценка на **IPO** 2026г – **EV/S 2,4x** (RUB 9,8B)

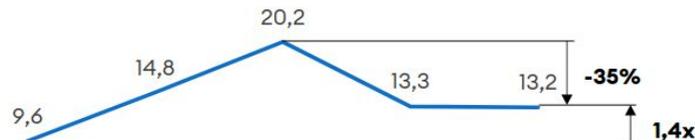


Year	2024	2025	2026	2027	2028
Event	Pre-IPO		IPO	Exit	Exit
EV/EBITDA _{t-1}	33x	14x	12x	11x	10x

- **IRR** инвестора составит **30%**, **CoC 2,5x**
- **Капитализация компании имеет потенциал к росту 3,2x**
- **Зарабатывают как инвесторы на IPO, так и текущие акционеры**
- Даже при exit с EV/EBITDA 9x, что является более реалистичным сценарием, **все инвесторы получают доходность**

Негативный сценарий

- Оценка на **pre-IPO** 2024г – **P/S 6x** (RUB 9,6B pre-money)
- Оценка на **IPO** 2026г – **EV/S 5x** (RUB 20B)



Year	2024	2025	2026	2027	2028
Event	Pre-IPO		IPO	Exit	Exit
EV/EBITDA _{t-1}	57x	28x	25x	11x	7,5x

- **IRR** инвестора составит не более **8%**, **CoC 1,4x**
- **Инвесторы потерпят убытки на IPO**, что приведет к дальнейшему падению оценки и риску убытков для ранних инвесторов
- Максимальный выход возможен по оценке EV/EBITDA 9x, где **инвесторы получают не более IRR 11%, а инвесторы в IPO столкнутся с убытками**

Выводы по оценке

Для управления своей капитализацией компании должны сосредоточить усилия на повышении качества корпоративного управления и оптимизации деятельности. Влияние на принятие решения инвесторами могут иметь исторические данные компании, в том числе и финансовые.

Оценка компании – отправная точка при установлении цены размещения при проведении IPO. На практике много случаев, когда компании, которые ничего не стоили с точки зрения оценки по методу дисконтированных денежных потоков, во время IPO демонстрировали рыночную капитализацию в миллионы долларов. Однако аналогично рынок может иногда недооценивать компании.

Инвестиционные банки (андеррайтеры) постоянно совершенствуют свою оценку уже на начальных стадиях процесса IPO. Комплексная проверка компании часто дает полезную информацию в отношении ее стоимости. Но самое большое влияние на установление цены размещения при IPO оказывают **спрос и предложение.**



ИНСТИТУТ
ФИНАНСОВО-
ИНВЕСТИЦИОННЫХ
ТЕХНОЛОГИЙ

Телеграм: <https://t.me/ifitpro> , https://t.me/ifit_1
<https://t.me/AlexPrmk>

Сайт: <https://www.i-institute.ru/programs/>

Youtube: <https://www.youtube.com/@1ifit>

Подкасты:

[podcasts.apple.com/ru/podcast/подкаст-ифит/id1619787218,](https://podcasts.apple.com/ru/podcast/подкаст-ифит/id1619787218)

music.yandex.com/album/22339066?dir=desc&activeTab=about

г. Москва, ул. Суцневская, д.19, стр.4

+7 (916) 720 25 25



Алексей Примак

Высшее экономическое образование, специализация “Биржевая торговля”. Первая в РФ дипломная работа по ценным бумагам. Аттестат Минфин (ФКЦБ, ЦБ) 1994 года.

Член совета директоров публичных компаний:

- Артген биотех ABIO (ex ИСКЧ ISKJ);
- Генетико GECO.

На фондовом рынке с 1993 года: Тройка диалог, АТОН, Альфа Банк.

- Управление активами;
- Глава департамента по работе с частными клиентами;
- Персональная работа с VIP клиентами.
- М&A, IPO, инвестиции в непубличные компании (MedTech, FinTech, EdTech, MusTech).

Полезные ссылки

Заметки финансиста: как инвестировать в IPO. 3 части

<https://t.me/ifitpro/308>, <https://t.me/ifitpro/309>, <https://t.me/ifitpro/310>

Сайт Московской Биржи

http://ipoguide.moex.com/ru/section-2-1.html?utm_source=pocket_shared

<http://ipoguide.moex.com/ru/section-2-2.html>

Сайт Центробанка РФ https://www.cbr.ru/issuers_corporate/

Другие сайты

<https://cbonds-congress.ru/event-report-download/7521/1131/>

<https://goinvest.ru/blog/articles/analiz-akcij-v-investiciyah/>

<https://fundamental-research.ru/ru/article/view?id=33113>





Спасибо
за внимание!



Алексей Примак

