

# Оглавление

<b>Предисловие</b>	4
<b>IPO</b>	
§1. Механизм ценообразования	12
§2. Определение ценового диапазона	24
§3. Определение цены IPO	30
§4. Аллокации	38
§5. Динамика котировок	44
<b>SPO</b>	
§6. Механизм ценообразования	58
§7. Динамика котировок	66
<b>Словарь</b>	73
<b>Об авторе</b>	79
<b>Приложение I. Методология</b>	85
<b>Приложение II. Литература</b>	89
<b>Приложение III. IPO 1996–2023</b>	94
<b>Приложение IV. SPO 2019–2023</b>	110
<b>Pricing of Russian IPOs and SEOs</b>	119

# Предисловие

## Дорогой читатель!

Ввиду существенных изменений на рынке, произошедших в феврале 2022 года, выход нового издания, четвертого по счету (со второй по счету сменой названия), был отложен, а сама книга подверглась значительной переработке.

Во-первых, из названия и содержания ушло структурирование: в **новом рынке**<sup>1</sup> все эмитенты инкорпорированы и получают листинг в России. Тем не менее два вопроса структурирования, остающиеся актуальными, будут рассмотрены ниже.

Во-вторых, у нового рынка своя специфика обнаруживается и в вопросах ценообразования:

- не представляется возможным продолжить все статистические ряды **старого рынка** (в первую очередь из-за немногочисленности российских институциональных инвесторов, см. табл. 2–6, 9–10 на с. 27, 33, 40, 62–63);
- поскольку у **IPO** нового рынка, похоже, есть все шансы существенно повысить средний уровень **первоначальной доходности**, данный показатель имеет смысл считать отдельно от старого рынка (см. подробнее § 5);
- как минимум на первых **SPO** нового рынка фокус с вопроса «какой предлагается дисконт?» сместился на вопрос «какой предлагается опцион?» (см. подробнее § 6).

---

<sup>1</sup> Для вашего удобства впервые встречающиеся в тексте слова, выделенные жирным, расшифрованы в словаре.

Краткие экскурсии по старому рынку я полагаю необходимым включить в новое издание не только из любви к истории, но и потому, что по мере развития рынка они — как знать? — могут пригодиться.

Комментарии к основным событиям рынка IPO и SPO, текущим и будущим, можно найти в моем канале [https://t.me/ant0n\\_malk0v](https://t.me/ant0n_malk0v), а на сайте [www.malkov.ru](http://www.malkov.ru) планируется периодическая выкладка обновленной статистики.

Читателю, только начинающему знакомиться с данной сферой, можно порекомендовать сначала изучить IPO-гид<sup>2</sup>.



## Актуальные вопросы структурирования

Итак, перейду к актуальным вопросам структурирования.

Законом установлены (1) запрет на отчуждение новых акций до их оплаты и (2) 8-дневный срок осуществления преимущественных прав. Ввиду этих двух ограничений инвесторам нередко передаются **вторичные акции** акционера, размытие доли которого компенсируется за счет **первичных акций**. В старом рынке это структурное решение получило название **top up**.

При структурировании top up необходимо учитывать несколько ограничений:

- **размещение** по открытой подписке избавляет основного акционера от необходимости при пересечении 30-, 50-, 75-, 95-процентных порогов владения делать обязательное предложение, но не от необходимости согласовать покупку с антимонопольным органом (релевантные пороги — 25, 50 и 75%);

<sup>2</sup> <https://fs.moex.com/f/19351/mosbirzha-ipo-guide2023-rus-book.pdf?yqid=4GlbPrRfKK9>.

- если основной акционер приобретает акции ниже цены IPO / SPO, возникает налог на разницу между ценой IPO / SPO и ценой приобретения (в этом случае топ-ур исторически структурировали не через продажу, а через заем акций).

**Стабилизация** с использованием вторичных акций структурируется через заем с колл-опционом. Данная структура называется **greenshoe**<sup>3</sup> и является наиболее распространенной.

Однако при выпуске новых акций возникают дополнительные затруднения:

- период стабилизации составляет до 30 календарных дней с момента объявления цены размещения. К окончанию стабилизации дополнительная эмиссия должна быть уже завершена, при этом в российском законодательстве отсутствует возможность выпускать акции и подавать уведомление (отчет) траншами;
- до окончания периода стабилизации существует неопределенность относительно объема выпуска (опцион может быть исполнен полностью или частично либо не исполнен вовсе), а российское законодательство не предусматривает режима условного выпуска/упрощенного погашения.

Невозможен заем акций и в контексте приватизации.

Если сделка (1) первичная или (2) приватизационная, то стабилизация структурируется через пут-опцион. Это решение на профессиональном сленге получило название **brownsheo** (как оппозиция greenshoe). Опцион предоставляет либо дочерняя компания эмитента, либо созданная по инициативе эмитента компания специального назначения.

---

<sup>3</sup> От названия американской компании Green Shoe Manufacturing Company, впервые использовавшей механизм стабилизации при размещении на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1960 году.

## Вехи развития рынка акций

Теперь об основных вехах развития рынка акционерного капитала.

До 2022 года порядка двух третей **free float** находилось в руках иностранных инвесторов. Это не только определяло облик рынка (география маркетинга, характер документации), но и объясняло его повышенную волатильность. Вместе с ростом числа активных розничных клиентов на рынке (с 0,4 млн на конец 2019 года до 2,9 млн на конец 2021 года) росла и доля розничных инвесторов во free float, хотя она по-прежнему составляла менее 10%. Как же отечественный рынок, который начинал с допуска приватизированных акций к торгам на российских площадках, пришел к такому состоянию?

В 1996–2002 годах российские бизнесы, как правило, выбирали листинг в США, с 2005 года они переориентировались на Лондонскую фондовую биржу. Переключению фокуса с американского рынка на европейский способствовало принятие в США в 2002 году закона Сарбейнса — Оксли, который ужесточил требования к корпоративному управлению и аудиту, предъявляемые к публичным компаниям. В 2019–2021 годах американские биржи за счет технологического сектора частично отыграли утраченные позиции.

В 2003 году доля акций российского акционерного общества, которые могли размещаться за рубежом в форме депозитарных расписок, была ограничена 40% уставного капитала и затем последовательно снижалась вплоть до 25%<sup>4</sup>. Это приводило к дисбалансу спроса на депозитарные расписки и акции, а также вынуждало бенефициаров уходить в офшор: в 2010–2014 годах уже более половины компаний были инкорпорированы за рубежом (в основном на Кипре), тогда как в предшествующем периоде, до 2010 года, использование зарубежной «прописки» носило эпизодический характер.

Параллельно с этим в 2004–2007 годах получил распространение исключительно российский листинг, став с 2013 года базовой опцией для компаний из всех секторов, кроме технологического.

---

<sup>4</sup> Постановление ФКЦБ РФ от 01.04.2003 № 03–17/пс, Приказ ФСФР РФ от 12.01.2006 № 06–5/пз-н, Приказ ФСФР РФ от 10.06.2009 № 09–21/пз-н.

Но в феврале 2022 года произошла смена парадигмы. Указом Президента № 81 от 1 марта 2022 года большинство иностранцев были отрезаны от торгов на отечественных биржах, а их активы оказались на счетах С. Доля же розничных инвесторов в торгах акциями существенно выросла (с чуть более 40% в феврале 2022 года до около 80% уже к июлю 2022 года). Соответственно, розничные инвесторы стали основной движущей силой нового рынка, хотя уже в октябре–декабре 2023 года в некоторых IPO существенная доля спроса (пусть и с высокой концентрацией) пришлась на отечественных институциональных инвесторов.

Смена парадигмы, как было отмечено выше, наложила отпечаток и на вопросы ценообразования, что будет подробнее освещено ниже.

\* \* \*

Я бы хотел выразить благодарность Никите Асееву, работа с которым над актуализацией литературы и статистики для этого издания была прервана событиями февраля 2022 года, а также Андрею Осадчеву, с которым мы завершали работу над статистикой (в основном уже по новому рынку).

*Январь 2024*



IP



# ПРО

## § 1.

**Механизм  
ценообразования**

## Краткий экскурс в старый рынок

Процесс определения цены начинался с премаркетинга (pre-marketing<sup>5</sup>), в ходе которого аналитики синдиката инвестиционных банков обсуждали с инвесторами ожидания по стоимости маркируемой компании.

До пандемии 2020 года премаркетинг занимал две недели, затем благодаря активному использованию онлайн-коммуникаций его продолжительность сократилась до недели.

На следующем этапе процесса определения цены (price discovery process) строилась книга заявок (bookbuilding) на базе ценового диапазона (price range), установленного с учетом отзывов (feedbacks) инвесторов в ходе премаркетинга. Визуализация ценовой чувствительности инвесторов осуществлялась с помощью каскадных диаграмм (waterfall charts), представленных на рисунке 1.

Букбилдинг также занимал две недели до пандемии 2020 года и одну неделю после нее соответственно. При ажиотажном спросе сроки букбилдинга могли быть сокращены (например, всего шесть дней вместо изначально запланированных девяти в случае с Tinkoff в 2013 году).

По окончании букбилдинга с учетом ценовой чувствительности инвесторов, которая тоже визуализировалась при помощи каскадных

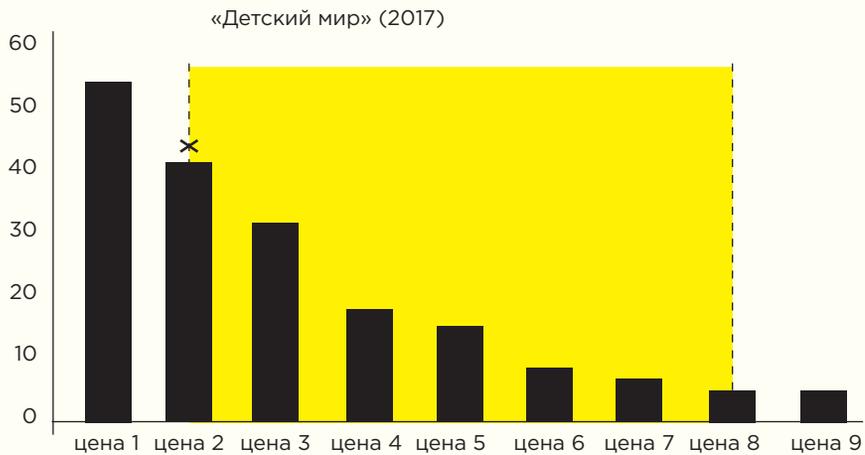
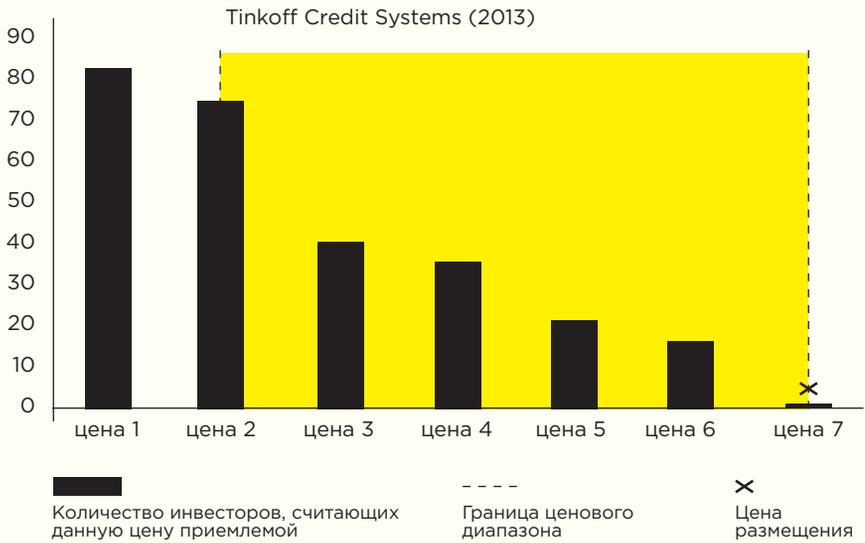
---

<sup>5</sup> Также известен как «образование инвесторов перед сделкой» (pre-deal investor education, PDIE).

диаграмм (рис. 2), инвестиционные банки и компания / продающий акционер устанавливали цену первичного предложения, а также распределяли (*аллоцировали*<sup>6</sup>, allocation) акции между инвесторами.

**Рис. 1.**

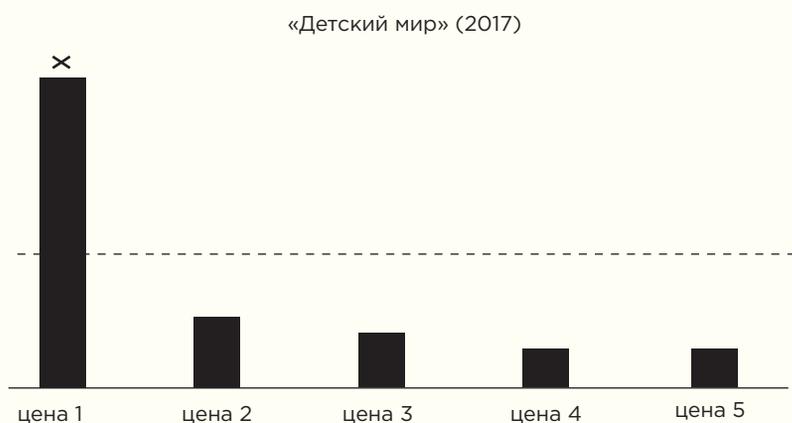
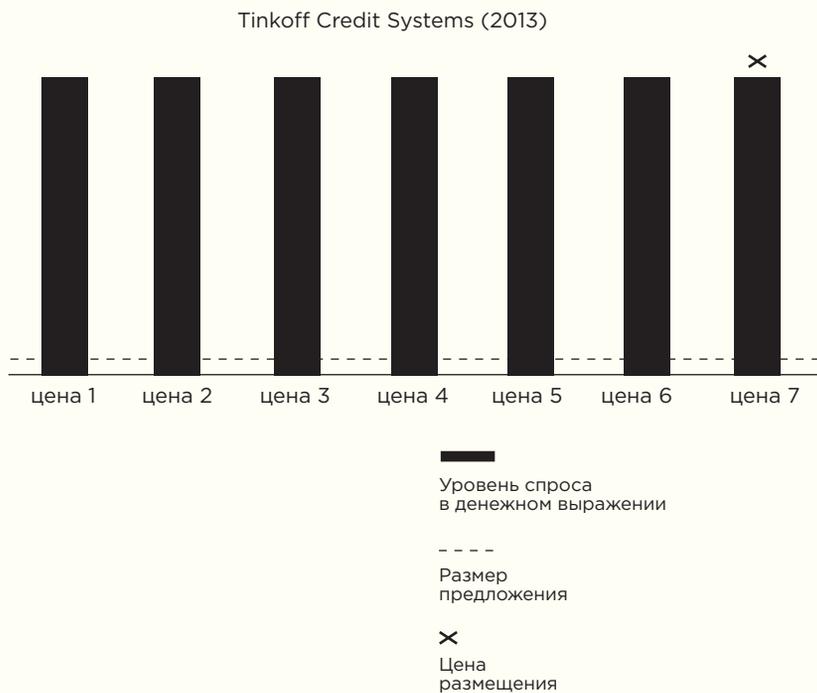
Чувствительность инвесторов к цене на этапе премаркетинга



<sup>6</sup> Здесь и далее важные понятия выделены курсивом.

Рис. 2.

Чувствительность инвесторов к цене на этапе букбилдинга



## Обзор нового рынка

Базово процесс определения цены и сейчас тоже начинается с премаркетинга, хотя данный этап и перестал быть обязательным (например, «Совкомбанк» 2023). Его факультативность — следствие немногочисленности отечественных институциональных инвесторов, обратная связь от которых в силу менее жестких юридических ограничений может быть собрана в ходе «ранних встреч» (early look meetings, ELM) до официального объявления о сделке.

За премаркетингом, занимающим менее недели, следуют *сборы* (это понятие благодаря усилившейся в новом рынке роли брокеров потеснило термин «букбилдинг»). Поскольку розничным инвесторам как основной движущей силой рынка необходимо время на разгон, сборы базово занимают одну неделю<sup>7</sup>, но как минимум у «горячих» сделок (подробнее о них см. § 5 с. 52–53) есть высокий потенциал сокращения сроков.

После завершения сборов заявки выставляются на биржу, а инвестиционные банки и компания / продающий акционер аллоцируют акции; затем следуют удовлетворение заявок и начало торгов.

## Важные наблюдения и выводы

Зарубежные авторы, отмечая неопределенность результатов оценки по методу дисконтированных денежных потоков (ДДП), признают, что оценка на основе мультипликаторов сравнимых компаний является основным методом оценки IPO<sup>8</sup>. Именно его и используют инвесторы.

---

<sup>7</sup> Из-за 8-дневного периода преимущественного права бывает и больше (тот же «Совкомбанк» 2023).

<sup>8</sup> Kim M., Ritter J. Valuing IPOs // Journal of Financial Economics. 1999. Vol. 53. No. 3. P. 409–437; How J., Lam J., Yeo J. The Use of the Comparable Firm Approach in Valuing Australian IPOs // International Review of Financial Analysis. 2007. Vol. 16. P. 99–115; Eberhart A. Comparable Firms and the Precision of Equity Valuations // Journal of Banking and Finance. 2001. Vol. 25. P. 1367–1400.

Они выбирают одну или несколько сравнимых компаний и базово требуют скидку (*IPO-дисконт*) к ее (их) мультипликатору(–ам).

Так, в старом рынке инвесторы сравнивали Ozon с Allegro (Польша), HeadHunter — с Yandex, «Полюс» — с Polymetal, «Детский мир» — с X5 Group, Tinkoff — с Alior (Польша) / Capitec (ЮАР) / Compartamos (Мексика) / International Personal Finance (Великобритания) и т.д.

В новом рынке «Совкомбанк» сравнивали со Сбербанком, ЮГК — с «Полюсом», «Хэндерсон Фэшин Групп» — с Fix Price, «ВУШ Холдинг» — с Yandex и HeadHunter.

Какой IPO-дисконт в результате получили инвесторы, можно увидеть в таблице 1 (по Tinkoff дисконт по нижней границе ценового диапазона, премия — по верхней границе).

Кроме того, в таблице 1 представлены факторы, повлиявшие на оценку Tinkoff, а также сделок 2017–2023 годов<sup>9</sup>.

Как видно, бизнесы с более высокими темпами роста и маржинальностью могут рассчитывать на меньшую скидку или даже на ее отсутствие. Имеет значение и состояние первичного рынка на момент сделки. Так, объявление цены компанией «ВУШ Холдинг» пришлось на слабый рынок, что привело к более глубокому дисконту.

Как минимум в старом рынке имели значение и перспективы достижения акцией ликвидности, сопоставимой со сравнимой компанией / сравнимыми компаниями (например, HeadHunter).

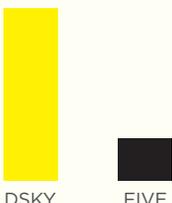
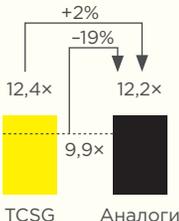
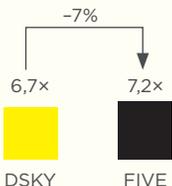
И если в старом рынке зарубежные компании эпизодически использовались для сравнения, в новом они перестали использоваться вовсе.

Компания может оцениваться и по дивидендной доходности. Например, по En+ Group инвесторы задавались вопросом «какую премию к дивидендной доходности «Русала» я готов заплатить с учетом дополнительного дивидендного потока от энергетического бизнеса?», а по «Совкомфлоту» — «какая дивидендная доходность может быть мне интересна ввиду наличия на рынке широкого выбора дивидендных историй?». В обоих случаях подразумеваемый (*implied*) мультипликатор  $EV / EBITDA$  является средством верификации полученной таким образом оценки (для первых — в сравнении Norsk Hydro, для вторых — в сравнении с MISC).

<sup>9</sup> Мультипликаторы сравнимых компаний взяты на момент объявления ценового диапазона (за время сбора заявок мультипликатор сравнимой компании может корректироваться; например, благодаря этому дисконт «Полюс» к Polymetal сократился с 7 до 3%).

**Таблица 1.**

Факторы, влияющие на оценку (1/3)

Эмитент	TINKOFF CREDIT SYSTEMS	«ДЕТСКИЙ МИР»
Дата сделки	Октябрь 2013	Февраль 2017
Размер сделки	\$1,1 млрд	\$282 млн
Компании-аналоги	Alior Bank / Capitec / Compartamos / IPF	X5 Group
Темпы роста	<p>Чистая прибыль 2013-2015</p> <p>37,4%    40,0%</p>  <p>TCSG    Аналоги</p>	<p>Выручка 2016-2018</p> <p>22,9%    19,0%</p>  <p>DSKY    FIVE</p>
Маржинальность / возврат на капитал	<p>ROE 2014</p> <p>43,2%    20,0%</p>  <p>TCSG    Аналоги</p>	<p>ROIC 2016</p> <p>65,0%    16,0%</p>  <p>DSKY    FIVE</p>
Мультипликаторы	<p>P/E 2014</p>  <p>TCSG    Аналоги</p>	<p>EV / EBITDA 2017</p>  <p>DSKY    FIVE</p>

«ПОЛЮС»

HEADHUNTER

Июнь 2017

Май 2019

\$858 млн

\$252 млн

Polymetal

Yandex

Производство  
2016-2019

44,0% 34,0%



PLZL POLY

Чистая прибыль  
2018-2020

50,0% 30,0%



HHR YNDX

EBITDA 2017

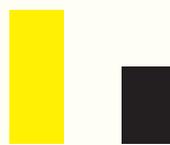
61,0% 47,0%



PLZL POLY

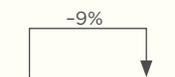
EBITDA 2018

50,5% 29,1%



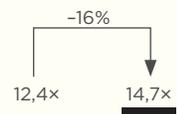
HHR YNDX

EV / EBITDA 2018



PLZL POLY

EV / EBITDA 2019



HHR YNDX

**Таблица 1 (продолжение)**

Факторы, влияющие на оценку (2/3)

Эмитент	OZON	«ВУШ ХОЛДИНГ»
Дата сделки	Ноябрь 2020	Декабрь 2022
Размер сделки	\$1,1 млрд	₽2,3 млрд
Компании-аналоги	Allegro / B2W	Yandex / HeadHunter
Темпы роста	<p>GMV 2019–2021</p> <p>103,3%    33,0%</p> <p>OZON    Аналоги</p>	<p>EBITDA 2022–2024</p> <p>40,7%    28,0%</p> <p>WUSH    Аналоги</p>
Маржинальность / возврат на капитал	<p>EBITDA 2020</p> <p>-6,4%    3,9%</p> <p>OZON    Аналоги</p>	<p>EBITDA 2022</p> <p>40,9%    12,0%</p> <p>WUSH    Аналоги</p>
Мультипликаторы	<p>EV / GMV 2021</p> <p>-19%</p> <p>1,2x    1,5x</p> <p>OZON    Аналоги</p>	<p>EV / EBITDA 2023</p> <p>-43%</p> <p>5,5x    9,7x</p> <p>WUSH    Аналоги</p>

«АСТРА»

«ХЭНДЕРСОН»

Октябрь 2023

Ноябрь 2023

₹3,5 млрд

₹3,8 млрд

«Группа Позитив»

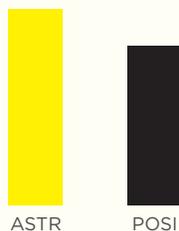
Fix Price

EBITDA 2023-2025

EBITDA 2022-2024

74,0% 60,0%

31,6% 10,3%



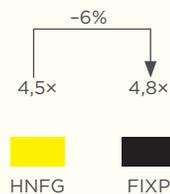
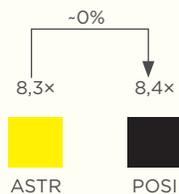
EBITDA 2023  
46,0% 48,0%

EBITDA 2023  
40,2% 17,8%



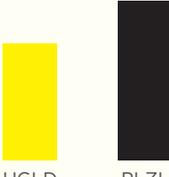
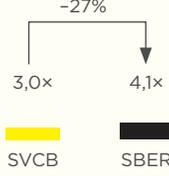
EV / EBITDA 2024

EV / EBITDA 2024



**Таблица 1 (окончание).**

Факторы, влияющие на оценку (3/3)

Эмитент	ЮГК	«СОВКОМБАНК»
Дата сделки	Ноябрь 2023	Декабрь 2023
Размер сделки	₽7 млрд	₽11,5 млрд
Компании-аналоги	«Полюс»	Сбер
Темпы роста	Производство 2022–2026	Чистая прибыль 2024
	14,1%    4,0%  UGLD    PLZL	-4,0%    9,0%  SVCB    SBER
Маржинальность / возврат на капитал	EBITDA 2022	RoAE 2024
	44,1%    60,7%  UGLD    PLZL	28,0%    25,0%  SVCB    SBER
Мультипликаторы	EV / EBITDA 2024	P / E 2024
	-16% 4,4x    5,3x  UGLD    PLZL	-27% 3,0x    4,1x  SVCB    SBER

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

[e-Univers.ru](http://e-Univers.ru)