

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

А. Е. Сегаль¹

МГУ имени М. В. Ломоносова / ПАО «Сбербанк»
(Москва, Россия)

УДК: 336.763

doi: 10.55959/MSU0130-0105-6-60-5-3

ОСОБЕННОСТИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ СДЕЛОК IPO В РОССИИ В «НОВОЙ РЕАЛЬНОСТИ» (С 2022 г.)

С 2022 г., на фоне беспрецедентного международного санкционного давления, российский рынок акционерного капитала существенного изменился — спрос на новые сделки IPO стал представлен исключительно отечественными инвесторами (так называемая «новая реальность»). В то же время первичное размещение акций стало на бирже более доступным для российских эмитентов и приобрело еще большую популярность у розничных инвесторов, которые стали новой движущей силой на рынке акций. Более того, актуальность изучения вопросов ценообразования сделок IPO в России подтверждается недавними государственными инициативами по стимулированию российского рынка IPO, а также планами по приватизации ряда государственных предприятий через публичное размещение акций. Таким образом, цель исследования — выявить ключевые особенности процесса ценообразования сделок IPO «новой реальности» (с 2022 г.). Методологическую основу работы составляет анализ актуальных международных и отечественных научных публикаций, на базе которых автор разбирает особенности применения различных методов оценки на примере развитых и развивающихся фондовых рынков, а также осуществляет качественное и количественное исследование сделок IPO «новой реальности» на основе информации об обратной связи ключевых институциональных инвесторов и отчетов аналитических команд банков-организаторов. В статье автор предлагает свою интерпретацию определения «справедливой стоимости» (как результат многоуровневого анализа компании, сочетающий качественный и количественный подходы, так как она формирует ожидания относительно потенциальной стоимости компании как для эмитента, так и для инвесторов) и методологию применения «IPO-дисконта». В заключительной части статьи автор дает рекомендации по качественным характеристикам для уменьшения IPO-дисконта, которые могут быть полезны новым эмитентам, планирующих IPO, а также научному сообществу, изучающему проблематику российского рынка акционерного капитала.

Ключевые слова: корпоративные финансы, рынок акционерного капитала, первичное размещение, IPO, оценка стоимости, инвесторы.

¹ Сегаль Александр Евгеньевич — руководитель практики корпоративных финансов на рынках капитала, ПАО «Сбербанк»; Экономический факультет, МГУ имени М. В. Ломоносова; e-mail: alexander.segal@gmail.com, ORCID: 0009-0004-1534-9376.

Цитировать статью: Сегаль, А. Е. (2025). Особенности ценообразования сделок IPO в России в «новой реальности» (с 2022 г.). *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, 60(5), 68–95. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-60-5-3>.

A. E. Segal

Lomonosov Moscow State University / Sberbank (Moscow, Russia)

JEL: G1, G12, G24

SPECIFICS OF IPO VALUATION IN RUSSIA’S “NEW REALITY” (SINCE 2022)

Since 2022, against the unprecedented international sanctions pressure, the Russian equity capital market has changed significantly - the demand for new IPO transactions has become represented exclusively by domestic investors (the so-called “new reality”). At the same time, the initial public offering of shares on the stock exchange has become more accessible for Russian issuers and has gained even greater popularity among retail investors who have become a new driving force in the stock market. Moreover, the relevance of studying the IPO valuation process transactions in Russia is confirmed by recent government initiatives to stimulate the Russian IPO market, as well as plans to privatize a number of state-owned enterprises through initial public offerings. Thus, the purpose of the study is to identify the key features of the valuation process of IPO transactions of the “new reality” (since 2022). The methodological basis of the study is represented by the analysis of relevant international and domestic scientific publications, resulting in the analysis of the application features for various equity valuation methods on developed and developing stock markets, as well as a qualitative and quantitative study of IPO transactions of the “new reality” based on information on the feedback of key institutional investors and reports of underwriters’ research teams. In the article, the author offers the interpretation of the “fair value” definition (as a result of a multi-level company’s analysis, combining qualitative and quantitative approaches, since it sets valuations expectations for both the issuer and investors) and the application methodology for the “IPO discount”. Finally, the author provides recommendations on qualitative characteristics for reducing the IPO discount, which can be useful for new issuers planning an IPO, as well as for the scientific community studying the problems of the Russian equity capital market.

Keywords: corporate finance, equity capital market, initial public offering (IPO), equity valuation, investors.

To cite this document: Segal, A. E. (2025). Specifics of IPO valuation in Russia’s “new reality” (since 2022). *Lomonosov Economics Journal*, 60(5), 68–95. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-60-5-3>

Введение

Процесс ценообразования первичного публичного размещения акций (IPO) можно описать как «сочетание искусства и науки» (McCarthy, 1999). «Научная» часть уравнения включает использование различных методов оценки стоимости компании, а «художественный компонент» относится

к способности эмитента и банков-организаторов («андеррайтеров») корректно оценивать условия рынка IPO и определять потенциальный спрос на акции для успешного построения книги заявок (bookbuilding). Так, низкая цена размещения потенциально снижает риск недостаточного спроса на рынке, но создает альтернативные издержки для эмитента в виде «денег, оставленных на столе» (Ritter, Welch, 2002), в то время как завышенные оценки увеличивают благосостояние для текущих акционеров компании и для андеррайтера (за счет потенциально более высокой комиссии за проведение размещения), но также и риски провала самого IPO и потерь для инвесторов на вторичном рынке.

Российский рынок акционерного капитала активно развивался с начала 2000-х гг. со своими этапами взрывного роста и охлаждения на фоне различных экономических и геополитических изменений, и, соответственно, процесс ценообразования IPO также прошел свой эволюционный путь — менялись как приоритетность использования различных методов оценки стоимости в рамках сделок, так и параметры внутри уже используемого метода оценки (например, на смену мультипликатору P/E^2 пришел показатель $EV/EBITDA^3$).

Если ранее российский рынок IPO в основном был представлен международными инвестиционными фондами, то в 2022 г. произошли структурные изменения на российском рынке акционерного капитала (так называемая «новая реальность»): отечественный фондовый рынок оказался практически полностью отрезан от международной инфраструктуры дружественных стран в свете введенных санкций и ограничений, а крупнейшие международные инвесторы полностью прекратили инвестиции в российский фондовый рынок. После введенных ограничений и на фоне общей волатильности на рынке первая сделка IPO в «новой реальности» состоялась лишь в декабре 2022 г. При этом, несмотря на все сложности, в 2023–2024 гг. произошел существенный рост количества IPO на российском рынке — всего в 2022–2024 гг. состоялось 22 сделки первичного размещения акций отечественных эмитентов. Процесс установления цены размещения в «новой реальности» имеет также особое значение с учетом изменившейся после с 2022 г. базы инвесторов. Таким образом, **цель исследования** — выявить ключевые особенности процесса ценообразования сделок IPO «новой реальности» (с 2022 г.).

Актуальность исследования различных аспектов IPO в России подтверждается недавними государственными инициативами по стимулированию и поддержке российского фондового рынка, и IPO, в частности. Так, в ок-

² Price — earnings / Цена — прибыль — отношение цены акции и прибыли на акцию или, соответственно, соотношение капитализации компании и ее прибыли.

³ Enterprise value — EBITDA — отношение полной рыночной стоимости компании к EBITDA.

тябре 2023 г. Президент РФ В. В. Путин поручил Правительству принять дополнительные меры по поддержке публичного размещения акций (IPO) российских компаний и «совместно с Банком России установить, начиная с 2023 г. плановые значения и обеспечить расчет фактических значений в отношении публичного размещения акций компаний на российском финансовом рынке». Более того, в мае 2024 г. был подписан Указ Президента РФ «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года», предполагающий рост капитализаций фондового рынка не менее чем до 66% валового внутреннего продукта к 2030 г. Проблематика ценообразования в рамках сделок IPO также имеет особое значение в свете планируемой приватизации ряда государственных предприятий через публичное размещение акций на фондовом рынке (например, 13 декабря 2024 г. был принят закон, предусматривающий возможность приватизации единого института развития в жилищной сфере «ДОМ.РФ» через IPO с сохранением контролирующей доли государства).

Тема IPO хорошо исследована в международной научной литературе, а ее изучение стало естественным продолжением известных работ середины XX в. по основам современных концепций ценообразования финансовых активов от таких известных авторов, как Г. Марковиц (Markowitz, 1952), У. Шарп (Sharpe, 1964) и Ю. Фама (Fama, 1970). При этом проблематике оценке стоимости в рамках IPO уделено ограниченное внимание в научной среде, а из-за более высокой асимметрии информации ценообразование IPO на развивающихся рынках представляет собой более серьезную дилемму, чем на развитых рынках (Mehmood et al., 2021; Ong et al., 2020).

Отечественные авторы также внесли существенный вклад в изучение рынка IPO и опыта российских компаний, в частности. К фундаментальным работам можно отнести методологические труды Малькова (2021), Гвардина (2007), а также Могина и Лукашова (2008). Ряд авторов в современных научных статьях также исследовали преимущества и недостатки инструмента IPO для российских компаний (Аксенчик, Копанева, 2019; Бухтиярова, 2019; Ульяницкая, 2021; Хоботова, Слотина, 2022), а также фундаментальное влияние геополитических изменений на российский рынок капитала (Платонова, Максакова, 2022; Исаченко, Ревенко, 2022). При этом, несмотря на большое количество научных работ, посвященных проблематике IPO, в настоящее время существует дефицит исследований, посвященных проблематике IPO в России в условиях «новой реальности». Настоящая статья призвана заполнить этот пробел в отечественной научной литературе.

Статья включает три основных раздела. Первый раздел посвящен обзору зарубежной и отечественной литературы по вопросам ценообразования IPO. Во втором разделе исследования представлены методологи-

ческие особенности применения различных методов оценки для целей IPO. Третий раздел посвящен практическим аспектам ценообразования сделок IPO «новой реальности». Заключение содержит основные выводы и направления по дальнейшей работе над проблематикой.

Обзор литературы

Изучение различных аспектов IPO имеет значительную популярность среди исследователей по всему миру. Например, на популярном в научной среде электронном ресурсе Science Direct⁴ можно найти свыше 20 000 научных статей в этой области, посвященных проблематике первичных размещений акций. Изучению оценки стоимости компании посвящено еще большее количество статей на портале — более 131 000 исследований. Большая часть из наиболее свежих исследований посвящена проблематике «недооценки IPO» или *undepricing* (Boulanouar, Alqahtani, 2016; Gregory et al., 2010; Mehmood et al., 2021; Rathnayake et al., 2019; Soongswang, 2017; Tutuncu, 2021; Tzang et al., 2021). При этом непосредственно процессу ценообразования IPO уделено весьма ограниченное внимание в существующей литературе.

Согласно основополагающим концепциям теории оценки стоимости компании, каждый метод оценки должен давать сопоставимые результаты, если он корректно применен в условиях отсутствия асимметрии информации. Однако относительное доминирование каждого метода оценки в академической литературе и на практике является нерешенным вопросом. Ряд исследователей проводили анализ точности оценки справедливой стоимости бизнеса для целей IPO на основе метода сопоставимых компаний путем анализа различных факторов (например, принадлежности к схожим индустрии, размера, темпов роста выручки и чистой прибыли). При этом ограниченное число авторов сравнивали точность результатов при применении различных методик оценки, включающих как метод дисконтированных денежных потоков (ДДП), так и метод компаний-аналогов (сравнительный метод).

Одни из первых исследований (Boatsman, Baskin, 1981; Alford, 1992) утверждали, что мультипликатор Р/Е, выбранный на основе отраслевой принадлежности эмитента, дает большую точность оценки, чем мультипликатор, выбранный на основе других контрольных показателей. М. Ким и Д. Риттер (Kim, Ritter, 1999) исследовали, как устанавливается цена IPO американских компаний на основе набора мультипликаторов прошедших IPO в тех же отраслях: на примере 190 сделок IPO в США и анализе на базе нескольких методов они пришли к выводу, что «форвардные» мультипликаторы Р/Е имеют преимущество над всеми другими мультипли-

⁴ URL: <https://www.sciencedirect.com/>

каторами в точности оценки, и что прогноз прибыли на акцию на следующий год также преобладает над использованием прибыли текущего года. Последующие исследования (Purnanandam, Swaminathan, 2004; Chang, Tang, 2007; Campbell, 2008; Colaco, 2013) также подтвердили, что мультипликатор Р/Е, выбранный на основе «форвардной» прибыли, дает более высокую точность оценки, чем мультипликаторы EV/EBITDA и P/Sales⁵.

При этом отмечается дефицит работ по применению метода компаний-аналогов на развивающихся рынках. В результате исследователи и андеррайтеры обычно используют выводы и подходы с развитых рынков при оценке IPO с использованием мультипликаторов в условиях стран с развивающейся экономикой (Goh, 2015; Ivashkovskaya, Kuznetsov, 2007). А. Шрайнер и К. Спирман (Schreiner, Spermann, 2007) предположили, что критерии выбора компаний-аналогов сложно оцифровать, поскольку каждая фирма сталкивается с различными специфическими проблемами. А. Дамодаран (Damodaran, 2005) также утверждал, что практикующие специалисты не всегда могут правильно применять мультипликаторы, поскольку они в основном зависят от субъективных решений.

В исследованиях Т. Коллер и др. (Koller et al., 2000) и С. Пенман (Penman, 2007) утверждалось, что многопериодные модели оценки, основанные на методе ДДП, дают более точные результаты, чем статичный во времени метод компаний-аналогов. Несмотря на это, существующая литература описывает выбор моделей оценки финансовыми аналитиками и профессиональными инвесторами, которые контрастируют с теоретическим превосходством многопериодных методов прямой оценки. Так, М. Брэдшоу (Bradshaw, 2002) в своем исследовании утверждал, что NPV (приведенная стоимость денежных потоков) редко используется при оценке акционерного капитала, а, например, Р. Баркер (Barker, 1999) пришел к выводу, что прогнозируемые будущие денежные потоки и применяемая ставка дисконтирования могут сделать многопериодный метод ДДП слишком сложным при принятии инвестиционных решений. Э. Демиракос и др. (Demirakos et al., 2004) утверждали, что применение метода компаний-аналогов наиболее распространены для оценки «стабильных» секторов (растущих умеренным темпами). В своем другом исследовании того периода Р. Баркер (Barker, 1999) обнаружил, что коэффициент Р/Е является наиболее оптимальным для оценки в секторах потребительских товаров и услуг, в то время как метод дисконтированных дивидендов (DDM) более важен для коммунальных, инфраструктурных и финансовых секторов. М. Глом и Н. Фридрих (Glaum, Friedrich, 2006) перевели свое исследование в практическую плоскость и провели опрос среди аналитиков акций телекоммуникационных компаний и обнару-

⁵ Price — sales — отношение рыночной цены одной акции к выручке, которую компания получает на одну акцию, или же отношение капитализации к общей выручке.

жили, что как метод ДДП, так и мультипликаторы могут являться одинаково предпочтительными методами оценки; однако метод ДДП является доминирующей моделью оценки над мультипликаторами. Результаты литературы по IPO, в которой была представлена информация об анализе применения различных методологий андеррайтерами в «реальном мире» для оценки справедливой стоимости и точности нескольких методов оценки, применяемых при оценке IPO, показывают, что инвестиционные банки использовали ДДП, DDM, P/E, P/B⁶ и метод экономической добавленной стоимости (EVA) для оценки оценок справедливой стоимости. М. Делуф и др. (Deloof et al., 2009) обнаружили схожую точность оценки ДДП и DDM, в то время как Х. Беркман и др. (Berkman et al., 2000) в своем исследовании продемонстрировали, что метод оценки ДДП обеспечивает большую точность оценки, чем P/E, P/B и другие мультипликаторы для оценки справедливой стоимости. Напротив, Л. Кассия и др. (Cassia et al., 2004), А. Шрайнер и К. Спирман (Schreiner, Spremann, 2007), Э. Демиракос и др. (Demirakos et al., 2010), П. Руссунбум (Roosenboom, 2012), а также Ч. Го и др. (Goh et al., 2015) пришли к схожим выводам, что мультипликаторы, такие как P/E и P/B, превосходят методы DDM и ДДП для получения более точных оценок справедливой стоимости.

Таким образом, большинство исследований по оценке стоимости компании в рамках IPO в основном посвящено сравнению точности оценки альтернативных методов оценки и вопросу корректного выбора компаний-аналогов для метода мультипликаторов. При этом в исследованиях ограниченное внимание было уделено вопросу, что именно должно определять метод оценки. В анализе Э. Демиракос и др. (Demirakos et al., 2004) утверждалось, что метод мультипликаторов больше подходит для оценки отрасли производства напитков, которая отличается стабильным ростом, чем для секторов электроники и фармацевтики. П. Руссунбум (Roosenboom, 2007) в своей статье исследовал, как французские андеррайтеры выбирают метод оценки для установления предварительной цены предложения IPO, используя выборку из 228 французских нефинансовых фирм с 1990 по 1999 г. Он использовал характеристики компаний до IPO, методы оценки, раскрытые в проспекте эмиссии, и уникальные данные подробных отчетов об оценке от ведущих финансовых консультантов. Это исследование указывает на то, что андеррайтеры предпочитают использовать метод сопоставимых компаний для оценки быстрорастущих и технологических компаний. При этом они предпочитают использовать модель дисконтирования дивидендов при оценке компаний из «зрелых» отраслей, поскольку компании из таких секторов выплачивают большую часть своих доходов в виде дивидендов в тот момент, когда совокупная доходность фондового рынка низкая перед выходом на биржу. Модель

⁶ Price — book value — отношение рыночной цены акции к балансовой стоимости.

дисконтированного свободного денежного потока и метод оценки экономической добавленной стоимости (EVA) используются, когда совокупная доходность фондового рынка высока перед IPO. М. Делуф и др. (Deloof et al., 2009) исследовали, как андеррайтеры оценивают IPO, используя многочисленные методы оценки 49 нефинансовых компаний, занимающихся IPO, разместившихся на бирже Euronext Brussels с 1993 по 2001 г. Авторы отмечали, что подходы к оценке дисконтированного свободного денежного потока, дисконта дивидендов и мультипликаторов групп компаний-однородных компаний, используемые бельгийскими инвестиционными банками, из которых метод ДДП, как было отмечено, используется во всех IPO, а оценка мультипликаторов групп однородных компаний, основанная на прогнозируемых доходах и денежных потоках, дает более точные оценки, чем оценки, основанные на последних отчетных финансовых доходах и денежных потоках, раскрытых в документах о предложении эмиссии.

Несмотря на существенное количество фундаментальных работ российских авторов по тематике IPO (Мальков, 2021; Гвардин, 2007; Могин, Лукашов, 2008) и ряда практических исследований (Аксенчик, Копанева, 2019; Бухтиярова, 2019; Ульяницкая, 2021; Хоботова, Слотина, 2022; Платонова, Максакова, 2022; Исаченко, Ревенко, 2022), вопросам ценообразования IPO также не уделено должного внимания в отечественной научной среде как в «старом» рынке, так и в рынке «*новой реальности*». При этом необходимо отметить книгу А. Малькова «Ценообразование IPO и SPO: На пути от старого рынка к новому» (2024), где автор одним из первых поднимает вопрос важности изучения аспектов ценообразования IPO в «*новой реальности*».

Методологические основы ценообразования сделок IPO

Процесс оценки первичного размещения IPO на практике делится на два основных этапа: определение «*справедливой*» стоимости компаниям-эмитента и непосредственное установление цены размещения. «*Справедливая*» или «*фундаментальная*» стоимость бизнеса, как правило, определяется аналитическими департаментами банков-организаторов сделки на основе наиболее релевантных методов оценки и служит отправной точкой для дальнейшего установления цены размещения. Далее, ценовой диапазон и последующая цена IPO устанавливается эмитентом на основе «переговорного процесса» с ключевыми институциональными инвесторами и с учетом их мнений относительно стоимости компании, по которой они готовы поставить свои заявки на участие в сделке IPO.

На практике оценка стоимости компании рассчитывается тремя основными методами (табл. 1), два из которых определяют к доходному под-

ходу, поскольку учитывают прогноз потенциальных денежных потоков компании, которые она может генерировать в будущем. Третий способ опирается на рыночную оценку компании путем сравнения ее с ближайшими аналогами по рыночным мультипликаторам.

Таблица 1

Основные методы оценки стоимости

Метод	Описание
Мультипликаторы аналогов	• Представляет собой отношение рыночной оценки компании к генерируемому денежному потоку или другой статистике, являющейся драйвером этой стоимости • Характеризуется простотой в использовании • Позволяет быстро провести расчет необходимых показателей • Опирается на широко доступную финансовую информацию
Метод дисконтированных денежных потоков	• Определяет стоимость компании на основе будущих денежных потоков, ставки дисконтирования и макроэкономических прогнозов • Позволяет более точно оценить темпы роста и рентабельность • Результаты метода сильно зависят от предположений модели • Предоставляет гибкость в определении различных сценариев будущих прогнозов
Метод дисконтированных дивидендов	• Определяет стоимость компании на основе будущего потока дивидендов • Подходит для оценки компаний из финансового сектора • Схожая механика процесса оценки в сравнении с методом дисконтированных денежных потоков

Источник: составлено автором.

Релевантность данных методов довольно сильно отличается между собой в зависимости от категории пользователя. Так, аналитики банков-организаторов наиболее осведомлены⁷ о текущей рыночной конъюнктуре и финансовом положении компании, поэтому оценка по сравнительному и доходному подходу обладает схожей релевантностью.

Для розничных и институциональных инвесторов наибольшей релевантностью обладает оценка по мультипликаторам во многом в силу огра-

⁷ В рамках процесса подготовки IPO для аналитиков банков-организаторов проводится презентация о бизнесе, на основе которой аналитики пишут соответствующий аналитический отчет.

ниченности времени для принятия инвестиционного решения (при этом на российском рынке формируется тренд, когда ключевые институциональные инвесторы стремятся построить свои финансовые модели по компании для получения собственных оценок по методу ДДП). Важно отметить, что каждый из этих методов обладает определенными границами применения, поэтому следует более детально рассмотреть каждый из них на конкретных примерах.

На развитых фондовых рынках, к которым, например, можно причислить фондовые рынки европейских стран (Франция, Великобритания и пр.) и США, большим спросом среди аналитиков банков-организаторов размещения исторически пользовался именно сравнительный подход в определении справедливой стоимости компании. На это есть ряд причин, которые позволяют отдавать предпочтение именно этому методу оценки, среди которых:

1. Развитые фондовые рынки насыщены компаниями-аналогами различных секторов экономики, что дает гибкость для эмитентов и организаторов.
2. Развитые фондовые рынки характеризуются низкой асимметрией и высокими требованиями к раскрытию информации, а также к качеству взаимодействия с инвесторами.
3. Довольно низкая волатильность фондовых рынков.

В своем исследовании П. Руссунбум (Roosenboom, 2012) пришел к одному из ключевых выводов о безусловной популярности метода мультипликаторов аналогов относительно прочих методов оценки. Однако автор обращает внимание и на тот факт, что для определения справедливой стоимости необходимо подкреплять результаты сравнительного метода использованием оценки по методу дисконтированных денежных потоков.

Говоря о сравнительном подходе в целом, нельзя не упомянуть основные преимущества и недостатки его использования. К основным преимуществам использования метода компаний-аналогов можно отнести:

1. *Общая простота расчета.* Как отмечено ранее, метод представляет собой простое отношение показателя рыночной оценки компании к генерируемому денежному потоку или другой статистике, являющейся драйвером этой стоимости
2. *Опора на релевантность.* Это одно из ключевых преимуществ данного подхода, поскольку участники рынка зачастую имеют общее видение значения мультипликаторов по конкретным отраслям (например, для IT-сектора мультипликаторы зачастую выше, чем в секторе тяжелой промышленности).
3. *Возможность сопоставления.* Мультипликаторы позволяют довольно просто сравнивать компании между собой. По сути, они отра-

жают цену, за которую инвесторы покупают акции — для одних отраслей цены выше ввиду потенциала роста и возможности большей доходности, а для других — ниже.

При этом, как и любой другой подход к оценке стоимости, метод сопоставимых компаний также имеет свои особенности применения. Так, в рамках сравнительного метода огромное количество информации о компании заключается в конкретную цифру, от чего она не всегда может в полной мере отражать позитивные или негативные факторы, связанные с компанией. Вдобавок, существует проблема сложности подбора компаний-аналогов: к сожалению, не существует двух одинаковых компаний, поэтому подбор аналога представляет собой «творческий процесс», к которому следует осторожно относиться.

В отличие от развитых фондовых рынков, развивающиеся рынки обладают рядом конкретных ограничений в использовании сравнительного подхода. Во-первых, крайне высокие темпы роста «молодых» компаний не всегда позволяют должным образом сравнивать по мультипликаторам с компаниями, оперирующими в конкретном секторе. В связи с этим уникальность новых размещаемых компаний не позволяет использовать сравнительный подход в полной мере. Во-вторых, зачастую нового эмитента далеко не всегда можно сравнить с иностранными аналогами ввиду определенной «локализации» отечественной базы инвесторов. Исследователи IPO на развивающихся рынках, таких как Малайзия (Ong et al., 2020), Пакистан (Rasheed et al., 2018) и Иран (Hekmat, Rakmani, 2023), выделяют ряд причин использования доходного метода в определении справедливой оценки стоимости. К основным преимуществам доходного подхода авторы относят высокую степень детализации факторов, лежащих в основе оценки компании, а также возможность учитывать различные сценарии и определять из них среднюю оценку стоимости. При этом к недостаткам метода авторы относят потенциальную субъективность допущений, а также общую сложность расчетов и непрозрачность заложенных прогнозов в модель.

После рассмотрения основных преимуществ и недостатков каждого из наиболее актуальных методов оценки стоимости бизнеса для целей IPO необходимо более детально рассмотреть определение «справедливой» стоимости компании. По мнению автора, «*справедливая оценка*» — результат многоуровневого анализа компании, сочетающий качественный и количественный подходы, так как она формирует ожидания относительно потенциальной стоимости компании как для эмитента, так и для инвесторов.

«Качественный» анализ начинается с многоуровневого подхода, в котором присутствует три уровня: макроэкономический, отраслевой и корпоративный (табл. 2).

Многоуровневый анализ потенциального эмитента IPO

Уровень	Описание
Макроэкономика	• Направлен на анализ тенденций макроэкономических показателей • Кредитно-денежная политика и динамика ключевой ставки • Общая активность и состояние рынков капитала • Уровень инфляции и безработицы • Курс отечественной валюты
Отрасль	• Нацелен на выявление ключевых трендов в индустриальной группе оцениваемой компании • Зрелость отрасли • Уровень конкуренции и сегментация участников рынка • Структура представленных продуктов • Тенденции развития отрасли
Компания	• Фокусирован на рассмотрении особенностей компании и факторов инвестиционной привлекательности • Удерживаемая доля рынка и потенциал ее роста • Рентабельность бизнеса и инвестиционная программа • Структура капитала и дивидендная политика • Уровень корпоративного управления

Источник: составлено автором.

«Количественный» анализ оценки стоимости для целей IPO в «*новой реальности*» сформировал тенденцию на использование метода ДДП в качестве основного для определения справедливой оценки в силу ряда причин. Во-первых, работа аналитиков банков-организаторов заключается в детальной оценке факторов роста, будущих денежных потоков и приемлемой ставки дисконтирования для целей оценки, а метод дисконтированных денежных потоков, в отличие от оценки по мультипликаторам, позволяет это сделать с наибольшей точностью. Во-вторых, с 2022 г. аналитики все чаще стали отходить от сравнения с аналогами ввиду их ограниченной представленности на российском рынке (данный тезис менее применим к ИТ отрасли, где произошло наибольшее количество сделок IPO с 2022 г.). В-третьих, возникшая с 2022 г. закрытость экономики практически полностью ограничивает возможность сравнения с западными аналогами ввиду невозможности в равной степени оценивать зарубежные инвестиционные альтернативы.

После рассмотрения общего механизма определения «справедливой» оценки компании, необходимо проанализировать для каких целей она служит, и как рассчитывается так называемый «*IPO дисконт*». Принято считать, что «*IPO дисконт*» — это своего рода «скидка» к справедливой оценке компании, запрашиваемая инвесторами на этапе переговорного процесса поиска цены для того, чтобы обеспечить себе выгодное участие в конкрет-

ной сделке IPO на фоне имеющихся инвестиционных альтернатив. К основным причинам запрашиваемого дисконта можно отнести следующее:

1. *Наличие асимметрии информации.* Компания знает о себе лучше кого-либо другого и обладает полными сведениями обо всех особенностях своей деятельности.
2. *Желание эмитента увидеть рост цены акций.* Если оставить немного «денег на столе», новые инвесторы расценят это как позитивный шаг со стороны текущих акционеров компании, что будет являться драйвером дальнейшего роста стоимости акций.
3. *Привлечение основной части спроса посредством институциональных инвесторов.* Институциональные инвесторы обладают целым спектром альтернативных инвестиционных возможностей, поэтому дисконт призван привлечь их внимание к размещению и добиться высокого уровня переподписки.
4. *Негативная рыночная конъюнктура.* Негативные рыночные ожидания и настроения инвесторов существенно влияют на рыночные мультипликаторы, поэтому при размещении компании может потребоваться существенный дисконт.

Важно отметить, что наравне с понятием IPO-дисконта существует тождественное понятие «недооценки IPO», которому, как было показано ранее, посвящено существенное количество исследований. В то время как дисконт показывает величину, которую согласовывают институциональные инвесторы в ходе переговорного процесса с эмитентом, недооценка показывает доходность, которую получает инвестор, купивший акции по цене размещения по итогам одного дня торгов. Как правило, «недооценка IPO» уже входит в дисконт к оценке. Это происходит за счет того, что цена закрытия по итогам одного дня торгов может быть выше, чем фактическая цена размещения.

Рассмотрев концепции IPO дисконта и недооценки, проанализируем эволюцию процесса ценообразования на российском рынке IPO. В своих работах А. Мальков (Мальков, 2021) выделяет ключевые этапы эволюции процесса ценообразования IPO в «старом рынке» (до 2022 г.). Так, в период 2002–2005 гг. метод ДДП являлся основным способом оценки аналитиками, но при этом давал более консервативные значения, чем оценка по мультипликаторам сравнимых компаний. При этом сравнительная оценка (в основном, по мультипликаторам P/E и EV/Sales) опиралась на средний мультипликатор зарубежных аналогов из развитых и развивающихся рынков. В рамках размещений 2006–2008 гг. метод ДДП стал определять верхнюю границу оценки, а мультипликаторы сравнимых компаний — нижнюю. Для эмитентов, не имеющих прямых аналогов, практика разнилась, так как использовались либо доходный метод, либо мультипликаторы «условно сопоставимых» компаний. С 2006 г. возросла роль мультипликатора EV/EBITDA, поскольку он нивелирует различия в уровнях долговой нагрузки и налогах, а также позволял использовать

зарубежные сравнимые компании. После мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., сформировался тренд, когда аналитики стали использовать как доходный метод, так и метод сопоставимых компаний, применяя различный вес каждому из методов оценки. Так же, как инструмент вспомогательной оценки аналитики стали использовать *дивидендную доходность*⁸ потенциального эмитента. Еще со времен «старого рынка» IPO-дисконт устанавливался к середине диапазона справедливой стоимости согласно консенсусу аналитиков банков. Так, в 2006–2008 гг. IPO-дисконт на сделках к средним значениям оценок аналитиков составлял 14,5%, а в 2010–2013 гг. расширился до 26,1%.

Таким образом, именно IPO-дисконт является «связующим звеном» между всеми участниками процесса ценообразования процесса первичного размещения акций. Концептуально процесс определения IPO-дисконта представлен на рис. 1.

1. Заинтересованные в размещении институциональные инвесторы проводят оценку бизнеса, в которую уже закладывают определенный дисконт (как правило, глубокий).
2. Аналитики банков-организаторов, в свою очередь, формируют свой взгляд на справедливую оценку стоимости.
3. На этапе переговоров институциональные инвесторы и эмитент договариваются о потенциальной оценке размещения, а впоследствии — ценовом диапазоне.
4. Разница между ценой размещения и ценой, соответствующей справедливой оценке компании, и является IPO-дисконтом.

Данная схема не претерпела существенных изменений на рынке IPO «новой реальности» ввиду своего естественного характера: продавцы и покупатели согласовывают приемлемую для себя цену. При этом существенным новым элементом процесса «новой реальности» стали розничные инвесторы, которые, несмотря на существенные объемы заявок, во многом «принимают» цену IPO, установленную в результате переговоров между эмитентом и институциональными инвесторами, однако после размещения являются активным инструментом обеспечения ликвидности вторичных торгов.

Как видно из рис. 1, в рамках переговорного процесса выступают две стороны, каждая из которых преследует свои цели и использует предпочтительные методы оценки:

1. Сторона спроса:
 - *Институциональные инвесторы*, которые опираются на оценку размещения сравнительным методом по причине необладания полной информации о компании и сжатых сроков для получения качественной оценки по ДДП.

⁸ Определяется как отношение дивидендных выплат за прогнозный финансовый к ожидаемой рыночной капитализации в момент размещения.

- *Розничные инвесторы*, опирающиеся на мультипликаторы аналогов ввиду отсутствия возможности провести полноценный качественный анализ денежных потоков бизнеса.
2. Сторона предложения:
- *Инвестиционно-банковские команды*, закладывающие оптимистичный сценарий в оценку по ДДП при формировании видения оценки для эмитента.
 - *Аналитические департаменты банков-организаторов*, определяющие справедливую оценку преимущественно на основе метода ДДП.

Таким образом, IPO-дисконт обладает и вторым определением как «скидка» к мультипликатору ближайшего торгующегося аналога. Поскольку инвесторы обладают переговорной силой и ориентируются во многом на оценку по сравнительному подходу, это определение имеет место быть и заслуживает особого внимания у эмитентов.



Рис. 1. Процесс определения ценового диапазона IPO

Источник: составлено автором.

Анализ ценообразования сделок IPO «новой реальности»

На рынке IPO «новой реальности» в 2022–2024 гг. состоялись 22 сделки первичного размещения акций отечественных эмитентов из таких секторов российской экономики, как ИТ, финансовый сектор, фармацевтика, потребительский сектор и др. 15 из 22 сделок IPO прошли с привлечением институциональных инвесторов — профессиональных участников инвестиционного сообщества, и могут являться основной для выявления особенностей процесса ценообразования первичного размещения акций в «новой реальности».

С 2022 г. российский рынок IPO характеризуется сильной волатильностью как уровней недооценки (рис. 2), так и дисконтов (рис. 3) в рамках проведенных сделок. Во многом это связано с текущим уровнем развитости рынка и объемов ликвидности, а также с возросшим участием розничных инвесторов в сделках IPO.

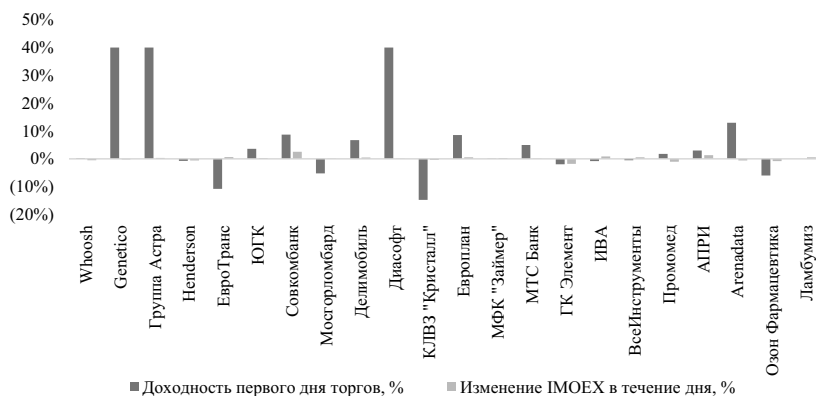


Рис. 2. Первоначальная доходность в рамках сделок IPO

Источник: данные Московской биржи.

На рис. 3 представлены средние премии и дисконты отношения рыночной капитализации в момент IPO к средним оценкам ключевых институциональных инвесторов по итогам «ранних встреч с инвесторами»⁹ и консенсусу оценки аналитиков банков-организаторов. Исходя из представленной динамики можно сделать два основных вывода:

1. Все сделки IPO «новой реальности» с участием институциональных инвесторов проходили с определенным дисконтом к справедливым оценкам аналитических департаментов банков-организаторов.

⁹ В рамках процесса IPO, сразу после «объявления о намерении» (ITF) аналитики банков-организаторов начинают процесс индивидуальных встреч с институциональными инвесторами, по результатам которых формируется взгляд.

- Фактическая достигнутая капитализация в рамках сделки была смещена в сторону оценок институциональных инвесторов, что указывает на желание эмитента собрать достаточный объем размещения в условиях ограниченного институционального спроса и готовность «сдвинуть» оценку в пользу инвесторов.

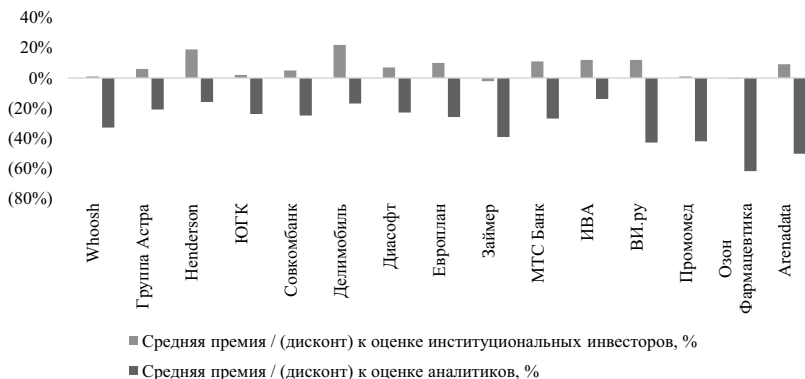


Рис. 3. Дисконты по отношению к различным оценкам

Источник: составлено автором.

После первого размещения в «новой реальности» IPO-компания Whoosh в декабре 2022 г. осеннее окно 2023 г. открыло IPO Группы «Астра» (IPO Genetico в марте 2024 г. прошло с привлечением только розничных инвесторов). Положительная динамика котировок акций «Астры» в первый день торгов (+40%) привлекла существенное внимание инвестиционного сообщества к рынку первичного размещения акций «новой реальности», а также внимание эмитентов к такому способу привлечения капитала или монетизации, как IPO. Более того, динамика количества IPO в «новой реальности» после сделки «Астры» подтвердила выводы исследования Altі (2005): успешно проведенное «IPO-пионер» (критерием успеха обычно служит общей уровень переподписки, диверсификация базы инвесторов, рост котировки в первые дни торгов), как правило, стимулирует дальнейший рост общего количества сделок, а его цена оказывает сильное влияние на ценообразование «IPO последователей». Иначе говоря, успешно проведенное IPO указывает на существовании высокого инвесторского спроса, а фактор размещения по верхней границе ценового диапазона резко увеличивает объем IPO в последующие месяцы. В частности, осенью 2023 — весной 2024 г. состоялось несколько успешных сделок («Астра», «Совкомбанк», «Диасофт», «Европлан») и существенно возрос оптимизм участников рынка акций. Во многом это способствовало тому, что ближе к концу 2023 г. снизился дисконт к потенциальным компаниям-аналогам в рамках новых размещений. В то же время, с начала июня 2024 г. началось резкое ухудшение рыночной конъюнктуры: индекс

Московской биржи начал существенно снижаться (во многом на фоне поднятия ключевой ставки Банком России с 16 до 18% 29 июля 2024 г. и ожиданиям по дальнейшему ужесточению денежно-кредитной политики). Проведенные IPO «ИВА» (июнь 2024 г.) и «ВсеИнструменты.ру» (июль 2024 г.) помимо отрицательной динамики 1-го дня торгов сформировали тренд на увеличение дисконта к справедливой оценке аналитиков. Это частично подтверждает тезис о том, что одним из важнейших факторов формирования IPO-дисконта является рыночная конъюнктура в момент размещения. Так, эмитент может добиться снижения дисконта к справедливой оценке за счет:

- лидирующего положения в отрасли;
- наличия потенциала высокого и продолжительного роста бизнеса;
- возможности сохранения и улучшения рентабельности компании;
- обеспечения хорошей ликвидности на вторичных торгах;
- высоких стандартов корпоративного управления;
- улучшения рыночной обстановки и настроений участников.

Рассмотрим более детально оценки аналитиков банков-организаторов в рамках исследуемых размещений. В табл. 3 представлены оценки аналитиков синдиката банков по размещениям, которые проходили с 2022 г.

Таблица 3

Оценки аналитиков синдиката банков на «новом рынке»

Компания	Справедливая оценка аналитических департаментов (млрд руб.)				
	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Банк 4	Банк 5
ВУШ	23,9	28,5	26,8	-	-
Астра	85,0	83,0	80,5	68,5	-
Хендерсон	30,2	28,3	26,0	-	-
ЮГК	157,5	156,0	97,5	165,0	-
Совкомбанк	231,5	363,0	270,0	-	-
Делимобиль	52,0	49,5	55,0	-	-
Диасофт	54,5	52,0	61,2	55,5	-
Европлан	151,5	137,5	141,0	130,0	152,0
Займер	37,0	43,0	35,0	-	-
МТС Банк	105,0	103,5	96,5	101,0	-
ИВА	34,0	35,0	36,0	-	-
ВИ.ру	147,0	150,0	161,5	134,5	179,5
Промомед	144,0	150,0	-	-	-
Arenadata	38,0	39,0	38,0	-	-
ОЗОН Фарма	93,0	81,0	90,0	80,0	77,0

Источник: составлено автором.

Для целей анализа было собрано 55 отчетов аналитиков в рамках прошедших сделок. Как можно заметить, «справедливые» оценки аналитиков зачастую сосредоточены в рамках узкого диапазона и не характеризуются большим разбросом. Несмотря на это, есть случаи, когда конкретные аналитики давали чрезмерно высокие оценки. С точки зрения оценки справедливой стоимости в большинстве сделок аналитики опирались на метод ДДП (за исключением сделок в финансовом секторе, где применялся метод дисконтированных дивидендов), что во многом подтверждает гипотезы последних исследований с развивающихся рынков.

Теперь рассмотрим IPO-дисконты к компаниям-аналогам на примере эмитентов из секторов, в которых прошло наибольшее количество сделок IPO в «новой реальности», а именно ИТ (табл. 4) и финансового сектора (табл. 5).

Таблица 4

**Анализ влияние факторов на установление дисконта
(сектор ИТ)**

Компания / Дата IPO / Размер сделки	Рыночные аналоги	Размер дисконта	Комментарии
Whoosh 14.12.2022 2,3 млрд руб.	Яндекс Headhunter	–43%	В условиях рыночной неопределенности инвесторы потребовали сильный дисконт к аналогам, несмотря на превосходящие темпы роста и рентабельность
Астра 13.10.2023 3,5 млрд руб.	Positive Technologies	~0%	Улучшение рыночной конъюнктуры и высокие темпы роста позволили компании практически нивелировать дисконт к аналогам
Делимобиль 07.02.2024 4,2 млрд руб.	Яндекс Whoosh	–31%	Улучшающийся рынок и меньшие регуляторные риски позволили переключить инвесторов с Whoosh на тех. сектор, дисконт к которому определялся в том числе капиталоемкостью бизнеса и уровнем долговой нагрузки при сопоставимых темпах роста и маржинальности
Диасофт 13.02.2024 4,1 млрд руб.	Астра Headhunter Positive Technologies	–17%	Более высокие риски конкуренции и меньший уровень роста не привели к глубокому дисконту к аналогам благодаря ожиданию повторения успеха IPO «Астры» и сопоставимой рентабельности бизнеса

Компания / Дата IPO / Размер сделки	Рыночные аналоги	Размер дисконта	Комментарии
ИВА 01.10.2024 3.3 млрд руб.	Астра Позитив Диасофт Headhunter	–10%	Умеренный IPO дисконт отражал превосходящие темпы роста и рентабельность, однако мог бы получиться более высоким по причине начала коррекции на рынке
Arenadata 01.10.2024 2,7 млрд руб.	Астра Позитив Диасофт ИВА	–38%	С учетом высоких темпов роста и маржинальности глубокий дисконт к аналогам был обусловлен в первую очередь состоянием рынка

Источник: составлено автором.

Сектор ИТ характеризуется довольно высокими темпами роста и рентабельности, что во многом способствовало успешности IPO представителей данного сектора, главных бенефициаров импортозамещения и государственной политики технологического суверенитета. При этом состояние рынка в момент размещения оказывало существенное влияние на дисконт. Так, «ИВА» и Whoosh провели IPO во время коррекции на рынке, а «Астра», «Делимобиль» и «Диасофт» размещались на благоприятном растущем рынке, что нашло отражение в настроениях инвесторов, оценке на IPO и котировках после размещения. Следует обратить внимание на размещение компании «Астра»: IPO-дисконт был практически нивелирован за счет высоких темпов роста бизнеса при сопоставимой рентабельности на фоне благоприятной рыночной конъюнктуры.

Необходимо отметить, что российский рынок IPO «новой реальности» стал одним из первых в мире адептов применения показателя EBITDAC для целей расчета мультипликаторов. EBITDAC — управленческий показатель прибыли, наиболее применимый к разработчикам ПО (программного обеспечения), который рассчитывается как EBITDA за вычетом капитализируемых расходов (в большей части, затраты на разработку и закупку ПО). Показатель впервые начал публично раскрываться компанией «Группа Позитив», лидирующим игроком российского рынка кибербезопасности. К основным причинам появления показателя можно отнести особенности учета по МСФО для разработчиков ПО, значительная часть затрат которых, в отличие от компаний из прочих секторов, не списывается в течение периода, а капитализируется (т.е. служит базой для создания НМА¹⁰, впоследствии амортизируемых). В связи с дан-

¹⁰ НМА — нематериальные активы.

ными особенностями для сопоставимости показателей рентабельности с компаниями из прочих секторов, которые списывают затраты в течение периода, российские IT-компании стали публично раскрывать показатель EBITDAC в целях более корректного отображения уровней прибыльности и его сопоставления как с аналогами, так и компаниями из прочих секторов.

Таблица 5

**Анализ влияние факторов на установление дисконта
(финансовый сектор)**

Компания / Дата IPO / Размер сделки	Рыночные аналоги	Размер дисконта	Комментарии
Совкомбанк 14.12.2023 11,5 млрд руб.	Сбер	–27%	Эмитент преднамеренно предоставил инвесторам уровень оценки, которая выглядела привлекательно с учетом исторических темпов роста и уровня ROE ¹¹ и учитывала риски устойчивости этих параметров
Европлан 29.03.2024 13,1 млрд руб.	Т-Банк	–14%	С учетом умеренного профиля рисков широкий круг инвесторов был готов к дисконту ниже среднего, а сопоставимые темпы роста и ROE позволили использовать «Т-Банк» в качестве сравнимой компании
Займер 12.04.2024 3,5 млрд руб.	Сбер	–17%	Высокие темпы роста, уровень рентабельности и оптимистичные настроения на фондовом рынке обеспечили умеренный дисконт, первоначально вызванный рисками возможных регуляторных ограничений
МТС Банк 26.04.2024 11,5 млрд руб.	Сбер	~0%	Благоприятная рыночная среда и принадлежность к крупной экосистеме МТС позволили нивелировать дисконт к аналогам, однако он имел бы место за счет высокой конкуренции и не опережающим уровнем ROE

Источник: составлено автором.

Как видно из табл. 5, особенностью применения метода сопоставимым компаний в финансовом секторе является использование «Сбера» в каче-

¹¹ Return on equity — коэффициент рентабельности собственного капитала.

стве основного аналога. Данному факту есть естественное обоснование: «Сбер» является крупнейшим финансовым институтом страны, а также одной из самых ликвидных «голубых фишек» на фондовом рынке России. Таким образом, чтобы инвестор рассмотрел участие в альтернативной инвестиции из финансового сектора РФ (который помимо прочего имеет также свои регуляторные риски), эмитент должен предложить дисконт независимо от показателей роста и рентабельности. При этом мы видим, что общее настроение на рынке также способствует минимизации дисконта, как и в случае с другими секторами.

Отдельно стоит рассмотреть IPO-эмитентов, где на момент размещения отсутствовали прямые компании-аналоги. Так, при размещении лидирующего игрока сегмента мужской одежды Henderson приемлемый для акционера дисконт к FixPrice (игроку сегмента непродовольственной розницы), по мнению инвесторов, лишь отчасти отражал более высокие риски конкуренции, несмотря на превосходящие темпы роста и маржинальности. Крупный игрок электронной коммерции в сегменте товаров для ремонта и дома «ВсеИнструменты.ру» на этапе реализации сделки позиционировал себя как инвестиционная альтернатива Ozon, однако это не нашло должного отражения в финальной цене размещения — в связи с нерелевантностью применения мультипликатора Ozon инвесторы применяли дисконт к справедливой оценке по собственным моделям и сравнивали вмененный мультипликатор с технологическим сектором. При размещении одного из крупнейших производителей лекарственных препаратов «Озон Фармацевтика» ключевые инвесторы строили собственные финансовые модели для оценки по ДДП в связи с нерелевантностью применения мультипликатора «Промомед» инвесторы применяли дисконт к справедливой оценке по собственным моделям. Важно отметить, что ряд инвесторов при использовании метода сопоставимых компаний рассматривали уровни оценок фарм-производителей со схожей бизнес-моделью из Восточной Европы. По мнению автора, тренд на верификацию уровней оценок через мультипликаторы международных аналогов может продолжиться на рынке, особенно в свете новостей о возможном участии инвесторов из дружественных стран в российских сделках IPO.

Заключение

На фоне санкционного давления и введенных ограничений в 2022 г. российский рынок акционерного капитала существенно изменился — спрос на новые сделки IPO стал представлен исключительно отечественными инвесторами (так называемая «новая реальность»). При этом процесс ценообразования IPO в «новой реальности» не утратил свою значимость и сохранил ключевой смысл: продавцы и покупатели согласовывают при-

емлемую для себя цену участия и осуществления сделки. Новым элементом переговорного процесса определения цены размещения стали различные инвесторы, которые, несмотря на существенные объемы заявок, во многом «принимают» цену IPO, установленную в результате переговоров между эмитентом и инвесторами, однако после размещения являются активным инструментом обеспечения ликвидности вторичных торгов и за счет значительной публичной активности (блогеры, паблики и т.д.) могут оказывать косвенное влияние на ценообразование последующих сделок.

Процесс определения *«справедливой»* стоимости в «новом» рынке остается ключевым для установления цены IPO. По нашему мнению «справедливая оценка» должна быть результатом многоуровневого анализа компании, включающего как количественный, так и качественные подходы для формирования ожиданий относительно потенциальной стоимости компании как для эмитента, так и для новых инвесторов. При этом важно отметить, что каждый участник процесса ценообразования IPO формирует свой собственный взгляд на «справедливую» стоимость, используя различные методы оценки стоимости (основными методами оценки являются сравнительный и доходный подходы, различающиеся глубиной расчета, уровнем детализации и субъективности предположений, лежащих в основе оценки).

Со стороны предложения (эмитента) «справедливую» стоимость определяют, как правило, аналитические департаменты банков-организаторов (Equity Research), которые после публичного объявления сделки IPO участвуют в переговорном процессе с ключевыми институциональными инвесторами. Анализ свыше 50 аналитических отчетов для сделок IPO за 2022–2024 гг. показал, что на российском рынке *«новой реальности»* среди аналитиков Equity Research отделов преобладает доходный подход (ДДП) в определении *«справедливой стоимости»* за счет возможности точной и многофакторной оценки, что подтверждает выводы схожих недавних исследований с развивающихся рынков. При этом на развитых рынках оценка по мультипликаторам пользуется большей популярностью среди аналитиков, поскольку рынок насыщен аналогами для сравнения.

Со стороны спроса (институциональные инвесторы) процесс определения «справедливой цены» участия в размещении лежит, как правило, в анализе доступных инвестиционных альтернатив на рынке и опирается на оценку размещения сравнительным методом по причине необладания полной информации о компании и сжатых сроков для получения качественной оценки по методу ДДП. При этом на рынке сформировался тренд построения собственных оценочных моделей в рамках так называемого процесса *deep dive* (когда ограниченное число институциональных инвесторов предварительно получают расширенный па-

кет информации об эмитенте). Проведенный анализ показал, что уровни цен в сделках IPO 2022–2024 гг. стремятся к предварительной оценке институциональных инвесторов (со средним отклонением в 10–20%), которые, как и раньше, формируют ценовые ожидания по сделке. Это связано прежде всего с ограниченным числом институциональных инвесторов в «*новой реальности*» и размером заявки их участия при формировании необходимого объема сделки.

Связующим звеном между «справедливой оценкой» и фактической ценой размещения является «IPO-дисконт», который, в зависимости от конкретной сделки и типа инвестора, может применяться как к справедливой оценке аналитиков, так и к ближайшему торгуемому аналогу. Анализ сделок «*новой реальности*» показал, что глубина дисконта, помимо факторов, присущего конкретному эмитенту, определялась также состоянием рынка в момент размещения с учетом доступных на рынке инвестиционных альтернатив. На сделках лета–осени 2024 г. можно наблюдать увеличение уровней дисконтов, на что, помимо общих негативных инвесторских настроений на рынке, влияло невыполнение заявленных прогнозов предшествующих эмитентов, что заставило инвесторов существенно дисконтировать оценки аналитиков в рамках новых размещений.

По нашему мнению будущим эмитентам в лице банков-организаторов следует формировать взгляд на «справедливую оценку» компании комплексно, используя как количественный, так и качественный анализ, вместо простого математического применения среднего дисконта (например, 20–30%) к фундаментальной оценке бизнеса, полученного методом ДДП. Как правило, «качественные» характеристики помогают существенно уменьшить потенциальный дисконт. К критериям «качественного» анализа можно отнести:

- принадлежность к популярным и понятным секторам (ИТ, финансы, потребительские товары);
- положение компании относительно конкурентов;
- исторические темпы роста и рентабельность, а также потенциал развития бизнеса;
- качество корпоративного управления;
- возможную ликвидность на вторичных торгах;
- возможность выплаты дивидендов.

Дальнейший анализ вопросов ценообразования IPO-рынка «*новой реальности*» может лежать в изучении факторов недооценки размещений, а также изучению поведенческих особенностей розничных инвесторов после размещения и потенциального влияния на формирование установления цены последующих размещений.

Список литературы

- Аксенчик, А., & Копанева, А. (2019). IPO как способ повышения инвестиционной привлекательности компании. *Финансы и учет*, 10, 5–14.
- Бухтиярова, К. (2019). Анализ рынка IPO российских компаний. *Шаг в науку*, 3, 67–70.
- Гвардин, С. (2007). *IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний*. М.: Вершина.
- Исаченко, Т., & Ревенко, Л. (2022). *Новая парадигма развития международных экономических отношений: вызовы и перспективы для России*. М.: МГИМО. 403 с.
- Мальков, А. (2024). *Ценообразование IPO и SPO. На пути от старого рынка к новому*. М.: АЛЬПИНА ПРО, 128 с.
- Мальков, А. (2021). *IPO и SPO. Структурирование и ценообразование*. М.: Манн, Иванов и Фербер. 200 с.
- Могин, А., & Лукашов, А. (2008). *IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков*. М.: Альпина Бизнес Букс. 361 с.
- Платонова, И., & Максакова, М. (2022). *Глобальные экономические тренды и позиция России*. М.: Издательский дом «Научная библиотека». 266 с.
- Ульяницкая, А. (2021). IPO как фактор привлечения капитала и повышения стоимости бизнеса (анализ, эффективность, оценка влияния на стоимость компании). *Международный научный журнал*, 12(45), 66–74.
- Хоботова, С., & Слотина, Н. (2022). Первичное публичное размещение (IPO) как способ привлечения инвестиций в условиях макроэкономической нестабильности. *Вестник Омского университета*, 4, 36–47. [https://doi.org/10.24147/1812-3988.2022.20\(4\)](https://doi.org/10.24147/1812-3988.2022.20(4)).
- Abdulai, M. (2015). *Valuation, Pricing, and Performance of Initial Public Offerings on the Ghana Stock Exchange*. Doctoral. Walden University, Minneapolis, USA. <https://scholarworks.waldenu.edu/dissertations/389>.
- Alford, A. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30, 94–108.
- Alt, A. (2005). IPO Market Timing. *The Review of Financial Studies*, 18(3), 1,105–1,138.
- Barker, R. (1999). Survey and Market-Based Evidence of Industry-Dependence in Analysts' Preferences between the Dividend Yield and Price-Earnings Ratio Valuation Models. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, 393–418.
- Barker, R. (1999). The Role of Dividends in Valuation Models Used by Analysts and Fund Managers. *The European Accounting Review*, 195–218.
- Berkman, H., Bradbury, M., & Ferguson, J. (2000). The accuracy of price-earnings and is counted cash flow methods of IPO equity valuation. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 11, 71–83.
- Boatsman, J., & Baskin, E. (1981). Asset valuation with Incomplete Markets. *Accounting Review*, 56, 38–53.
- Boulanouar, Z., & Alqahtani, F. (2016). IPO underpricing in the insurance industry and the effect of Sharia compliance: Evidence from Saudi Arabian market. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 9(3), 314–332. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2014-0118>.
- Bradshaw, M. (2002). The Use of Target Prices to Justify Sell-Side Analysts' Stock Recommendations. *Accounting Horizons*, 16, 27–41.

- Campbell, C., Ghon Rhee, S., Du, Y., & Tang, N. (2008). *Market Sentiment, IPO Underpricing and Valuation*. <https://ssrn.com/abstract=1108540>.
- Cassia, L., Paleari, S., & Vismara, S. (2004). The Valuation of Firms Listed On The Nuovo Mercato: The Peer Comparable Approach. *Advances in Financial Economics*, 10, 113–129. [https://doi.org/10.1016/S1569-3732\(04\)10005-4](https://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)10005-4).
- Chang, K., & Tang, Y. (2007). Pricing Taiwan's initial public offerings. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 14, 69–84.
- Colaco, H., De Cesari, A., & Hegde, S. (2013). Retail investor sentiment and IPO valuation. *The European Journal of Finance*, 24, 1–34.
- Cucculelli, M., Geranio, M., Mazzoli, C., & Severini, S. (2021). IPO Pricing and Dealers' Interaction: A Stochastic Frontier Approach. *International Business Research*, 14(1), 1–43. <https://doi.org/10.5539/ibr.v14n1p1>.
- Damodaran, A. (2005). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. New York: Now Publisher New York.
- Deloof, M., De Maeseneire, W., & Inghelbrecht, K. (2009). How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings (IPOs). *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, 130–160. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02117.x>.
- Demirakos, E., Strong, N., & Walker, M. (2004). What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting Horizons*, 18, 221–240.
- Demirakos, E., Strong, N., & Walker, M. (2010). Does valuation model choice affect target price accuracy? *European Accounting Review*, 19, 35–72.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets. *Journal of Finance*, 25, 383–417.
- Glaum, M., & Friedrich, N. (2006). After the Bubble: Valuation of Telecommunication Companies by Financial Analysts. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 17, 160–174.
- Goh, C., Rasli, A., Dziekonski, K., Khan, & Rehman, S. (2015). Market-based Valuation Multiples: Evidence from Agribusiness Sector. *Pertanika Journal of Social Sciences & Humanities*, 23, 209–222.
- Gregory, A., Guermat, C., & Al-Shawawreh, F. (2010). UK IPOs: Long Run Returns, Behavioural Timing and Pseudo Timing. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(5-6), 612–647. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02182.x>.
- Ibbotson, R., & Ritter, J. (1995). Initial public offerings. In: Jarrow, R. A., Maksimovic, V., Ziemba, W. T. (Eds.). *Handbook of Finance*. North-Holland, Amsterdam.
- Ivashkovskaya, I., & Kuznetsov, I. (2007). An empirical study of country risk adjustments to market multiples valuation in emerging markets: the case for Russia. *E-Journal Corporate Finance*, 3, 26–52.
- Kim, M., & Ritter, J. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 53, 409–437.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: McKinsey and Company, Inc., Hoboken: John Wiley & Sons.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7, 77–91.
- McCarthy, E. (1999). Pricing IPOs: Science or science fiction? *Journal of Accountancy*, 188(3), 51–56.
- Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., Tajuddin, A., & Saleem, H. (2021). Shariah-compliance and IPO underpricing: evidence from Pakistan Stock Exchange. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 14(5), 1,081–1,098. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2020-0271>.

- Mehmood, W., Rashid, R., & Tajuddin, A. (2021). A Review of IPO Underpricing: Evidence from Developed, Developing and Emerging Markets. *Journal of Contemporary Issues and Thought*, 11(1), 1–19. <https://ojs.upsi.edu.my/index.php/JCIT/article/view/5504>.
- Ong, C., Mohd-Rashid, R., & Taufil-Mohd, K. (2020) Underwriter reputation and IPO valuation in an emerging market: evidence from Malaysia. *Managerial Finance*, 46(10), 1283–1304. <https://doi.org/10.1108/mf-11-2019-0579>.
- Ong, C., Mohd-Rashid, R., & Taufil-Mohd, K. (2021). IPO valuation using the price-multiple methods: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(4), 540–570. <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2020-0128>.
- Penman, S. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 3rd ed. New York: McGraw-Hill.
- Purnanandam, K., & Swaminathan, B. (2004). Are IPOs really underpriced? *Review of Financial Studies*, 17, 811–848.
- Rasheed, A., Khalid Sohail, M., Din, S., & Ijaz, M. (2018). How Do Investment Banks Price Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of Emerging Market. *International Journal of Financial Studies*, 6(3), 77–100. <https://doi.org/10.3390/ijfs6030077>.
- Rathnayake, D., Louembé, P., Kassi, D., Sun, G., & Ning, D. (2019). Are IPOs underpriced or overpriced? Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 50, 171–190. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.04.013>.
- Roosenboom, P., & Thomas, J. (2007). How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market. *Contemporary Accounting Research*, 24(4), 1217–1243. <https://doi.org/10.1506/car.24.4.7>.
- Roosenboom, P. (2012). Valuing and pricing IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1653–1664.
- Schreiner, A., & Spremann, K. (2007). *Multiples and Their Valuation Accuracy in European Equity Markets*. <http://ssrn.com/abstract=957352>.
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices. A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Soongswang, A. (2017). Is there IPOs' under-Pricing on the MAI. *Journal of Business and Economic Policy*, 4(1), 104–118.
- Tutuncu, L. (2021). Allocation discretion, price discounts and returns in Turkish initial public offerings. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 15(5), 865–883. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-05-2020-0258>.
- Tzang, S., Chang, C., Ochirbal, T., Sukhbaatar, B., & Tsai, Y. (2021). Performance of the Initial Public Offering in the Taiwan Stock Market. *Paper presented at the International Conference on Innovative Mobile and Internet Services in Ubiquitous Computing*.

References

- Aksenchik, A., & Kopaneva, A. (2019). IPO as a way to increase the investment attractiveness of a company. *Finance and accounting*, 10, 5–14.
- Bukhtiyarova, K. (2019). Analysis of the IPO market of Russian companies. *Step into science*, 3, 67–70.
- Gvardin, S. (2007). *IPO: strategy, prospects and experience of Russian companies*. M.: Vershina.
- Isachenko, T., & Revenko, L. (2022). *A new paradigm for the development of international economic relations: challenges and prospects for Russia*. M.: MGIMO.

Khobotova, S., & Slotina, N. (2022). Initial Public Offering (IPO) as a Way to Attract Investments in the Context of Macroeconomic Instability. *Bulletin of Omsk University*, 4, 36–47. [https://doi.org/10.24147/1812-3988.2022.20\(4\).36-47](https://doi.org/10.24147/1812-3988.2022.20(4).36-47).

Malkov, A. (2024). *IPO and SPO pricing. From the old market to the new one*. M.: ALPINA PRO.

Malkov, A. (2021). *IPO and SPO. Structuring and pricing*. M.: Mann, Ivanov and Ferber.

Mogin, A., & Lukashov, A. (2008). *IPO from I to O: A Handbook for Financial Directors and Investment Analysts*. M.: Alpina Business Books.

Platonova, I., & Maksakova, M. (2022). *Global Economic Trends and Russia's Position*. M.: Publishing House “Scientific Library”.

Ulyanitskaya, A. (2021). IPO as a Factor in Attracting Capital and Increasing Business Value (Analysis, Efficiency, Assessment of Impact on Company Value). *International Scientific Journal*, 12(45), 66–74.