

Глава 2

§ 2.1. Механизм ценообразования

Процесс определения цены первичного размещения начинается с премаркетинга (pre-marketing), в ходе которого аналитики синдиката инвестиционных банков обсуждают с инвесторами стоимость компании.

Премаркетинг российских компаний занимает в среднем две недели. Жесткой границы между окончанием премаркетинга и началом роуд-шоу не существует: аналитики могут продолжить встречаться с инвесторами и после того, как с теми начал взаимодействовать менеджмент компании.

Следующий этап определения цены первичного размещения — построение книги заявок (bookbuilding) на базе ценового диапазона (price range), установленного с учетом отзывов инвесторов в ходе премаркетинга.

В ходе размещения этот диапазон может быть сужен, чтобы предоставить инвесторам более четкий ценовой ориентир и побудить их перейти к активной подаче заявок. Он также может быть пересмотрен, если размещение оказывается очень успешным либо испытывает маркетинговые трудности.

В российской практике букбилдинг также в среднем занимает две недели и, как правило, совпадает с роуд-шоу, хотя до кризиса 2008–2009 гг. использовался и «раздвоенный» (decoupled) подход, при котором букбилдинг начинался вскоре после начала

роуд-шоу с целью учесть отзывы инвесторов, собранные после первых встреч с менеджментом (в частности, «Система-Галс» в 2006 г. и ОГК-2 в 2007 г.). При ажиотажном спросе сроки букбилдинга могут быть сокращены (например, всего шесть дней в случае с Tinkoff Credit Systems в 2013 г.).

По окончании букбилдинга и роуд-шоу с учетом ценовой чувствительности инвесторов инвестиционные банки и эмитент / продающий акционер устанавливают цену первичного размещения, а также распределяют акции между инвесторами (allocation).

* * *

В европейской практике премаркетинг сопровождается рассылкой инвесторам аналитических отчетов (research reports). В США из-за более жесткого регулирования⁶ аналитики маркетируют размещения на основе презентаций (flipbooks) в ходе личных встреч или конференц-звонков (в последнем случае доступ к презентации предоставляется через сервис NetRoadshow).

В России отсутствует практика выпуска аналитических отчетов банками, не входящими в синдикат (подобное встречается в крупных европейских IPO, например IPO Orange в 2001 г.⁷). Аналитическое покрытие на этапе премаркетинга усиливается путем расширения синдиката. Так, в IPO «Роснефти» участвовали восемь ко-лид-менеджеров (co-lead manager) и 13 коменеджеров (co-manager).

В аналитических отчетах российских размещений оценка, как правило, приводится без учета нового капитала (pre-money) и, за редким

⁶ Ritter J. Differences between European and American IPO Markets // European Financial Management. 2003. Vol. 9. No. 4. P. 421–434.

⁷ См.: Jenkinson T., Morrison A., Wilhelm W. Why are European IPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range? // Journal of Financial Economics. 2006. Vol. 80.

исключением, до применения дисконта за непубличность (pre-discount). О дисконте IPO более подробно см. ниже.

Не претендуя на репрезентативность (см. приложение 1), отметим основные черты практики премаркетинга 2002–2005 гг.:

- метод дисконтируемых денежных потоков (ДДП) является предпочтительным методом оценки, с точки зрения аналитиков, хотя в рассматриваемом периоде он, как правило, дает более консервативные результаты, чем оценка по мультипликаторам сравнимых компаний;
- сравнительная оценка в основном опирается на мультипликаторы зарубежных компаний. EV/EBITDA еще не доминирует над P/E и EV/Sales. Аналитики зачастую ориентируются на средний мультипликатор компаний из развитых и развивающихся рынков, что естественно для рынка в фазе становления.

Для размещений 2006–2008 гг. характерна следующая методология оценки:

- как правило, метод ДДП определяет ее верхнюю границу, а мультипликаторы сравнимых компаний — нижнюю (хотя метод ДДП может дать более консервативные результаты, в частности, в сфере недвижимости и в металлургии);
- по эмитентам, не имеющим прямых сравнимых компаний, практика разнится: используется либо метод ДДП, либо — чаще — мультипликаторы непрямых сравнимых компаний;
- основной мультипликатор — «стоимость предприятия к прибыли до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации»

(EV/EBITDA), кроме банковской индустрии, где используется мультипликатор «цена к акционерному капиталу» (price to book value, P/BV). В обоих случаях P/E выступает вспомогательным мультипликатором. EV/EBITDA нивелирует различия в области долговой нагрузки, налогов и учета и позволяет использовать зарубежные сравнимые компании, что особенно важно для фондового рынка в стадии становления;

- для отдельных отраслей характерны специфические вспомогательные мультипликаторы: в энергетике — «цена к установленной мощности» (price to installed capacity, P/IC), в металлургии и нефтегазовой отрасли — «стоимость предприятия к резервам» (EV/Reserves), в недвижимости — «цена к чистой стоимости активов» (price to net assets value, P/NAV).

После кризиса 2008–2009 гг. подход аналитиков к оценке первичных размещений не претерпел фундаментальных изменений, однако возросла значимость мультипликатора P/E. Также повышенное внимание стали уделять уровню предлагаемой дивидендной доходности.

* * *

Зарубежные авторы, отмечая неопределенность результатов оценки по методу ДДП, признают, что оценка на основе мультипликаторов сравнимых компаний является основным методом оценки IPO⁸. Именно его и используют инвесторы. Они выбирают одну или

⁸ 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.

несколько сравнимых компаний и требуют скидку к ее (их) мультипликатору (-ам).

В связи с этим использовать метод ДДП для определения верхней границы оценки представляется некорректным, поскольку он создает у эмитентов / продающих акционеров неправильное представление о механизме ценообразования и, соответственно, формирует ошибочные ожидания. Метод ДДП следует применять в качестве вспомогательного метода, верифицирующего результаты оценки с использованием мультипликаторов сравнимых компаний либо показывающего потенциал дополнительного заработка (upside).

В таблице 2.1 представлены факторы, влиявшие на дисконт IPO в 2012–2019 гг. Как видно, бизнесы с более высокими ростом и маржинальностью могут рассчитывать на дисконт ниже среднего или даже премию (компания 55). Также имеют значение перспективы достижения акцией ликвидности, сопоставимой со сравнимой компанией (сравнимыми компаниями), равно как и состояние первичного рынка (так, объявление цены компании 53 пришлось на слабый рынок).

Мультипликаторы сравнимых компаний взяты на момент объявления ценового диапазона. Необходимо отметить, что за время букбилдинга мультипликатор сравнимой компании может корректироваться; например, благодаря этому дисконт компании 57 сократился с 7 до 3%.

Довольно долго в отчетах аналитиков указывались диапазоны действительной стоимости (fair value ranges) и дисконт IPO считали как соотношение цены размещения к середине диапазона действительной стоимости согласно консенсусу аналитиков синдиката банков — организаторов размещения. В 2006–2008 гг. и 2010–2013 гг. дисконт IPO составил 14,5 и 26,1% соответственно (см. табл. 2.2; в 2002–2005 гг. статистика в целом не отличалась от первого периода).

Таблица 2.1. Факторы, влияющие на дисконт IPO в 2012–2019 гг.

Эмитент	Рост	Прибыльность	Сравнимая (-ые) компания (-и)	Потенциал достижения сопоставимой ликвидности	Дисконт/премия, %
Компания 53	Значительно выше	Сопоставимо	Рос., EV/EBITDA	Средний	-12
Компания 54	Незначительно ниже	Незначительно ниже	Заруб., P/E	Средний	-23
Компания 55	Сопоставимо	Значительно выше	Заруб., P/E	Высокий	+3
Компания 56	Незначительно выше	Значительно выше	Рос., EV/EBITDA	Низкий	-9
Компания 57	Незначительно выше	Значительно выше	Рос., EV/EBITDA	Высокий	-7
Компания 58	Незначительно выше	Значительно ниже	Рос., EV/EBITDA	Низкий	-27
Компания 60	Значительно выше	Значительно выше	Рос., EV/EBITDA	Низкий	-16

Таблица 2.2. Дисконт IPO
(альтернативная методология, 2006–2013 гг.), %

Эмитент	Дисконт IPO
Компания 1	-3,3
Компания 2	-5,9
Компания 3	-16,7
Компания 4	1,9
Компания 5	-40,0
Компания 6	-25,3
Компания 7	-27,4
Компания 8	-4,2
Компания 9	-45,3
Компания 10	-15,9
Компания 11	-3,1
Компания 12	-10,0
Компания 13	-14,2
Компания 14	8,2
Компания 15	-19,4
Компания 16	-10,0
Компания 17	-21,7
Компания 18	-7,4
Компания 19	-17,2
Компания 20	-18,8
Компания 21	-16,3
Компания 22	-14,8
Компания 23	21,7
Компания 24	-8,6
Компания 25	-33,0

Табл. 2.2 (продолжение)

Эмитент	Дисконт IPO
Компания 26	-5,3
Компания 27	-29,9
Компания 28	-20,0
Компания 29	-7,8
Компания 30	-20,9
Компания 31	14,3
Компания 32	-3,6
Компания 33	-14,2
Компания 34	-6,3
Компания 35	-41,6
Компания 36	-22,2
Компания 37	2,6
Компания 38	-39,2
Компания 39	-26,1
Компания 40	-54,1
Компания 41	-61,6
Компания 42	-10,9
Компания 43	-34,2
Компания 44	2,6
Компания 45	-16,2
Компания 46	-37,3
Компания 47	-27,4
Компания 48	-34,0
Компания 49	-9,8
Компания 50	-22,5
Компания 51	-28,8

Табл. 2.2 (окончание)

Эмитент	Дисконт IPO
Компания 52	-31,7
Компания 53	-25,6
Компания 54	-19,3
Компания 55	7,0
Медиана 2006–2008	-14,5
Медиана 2010–2013	-26,1

Затем американские, а потом и неамериканские банки перестали включать в аналитические отчеты диапазоны действительной стоимости, приводя только прогнозные значения и описание методологии оценки. В инвестиционно-банковской же сфере по инерции продолжали считать дисконт IPO на базе все менее и менее надежного консенсуса.

Необходимо четко понимать специфику посчитанного таким образом дисконта IPO как аналитического инструмента. В нем есть место субъективности: одни аналитики подходят к оценке более агрессивно, другие менее, поэтому данный метод — скорее средство измерения «средней температуры по больнице» (аппетита к риску, расхождения между ожиданиями продающей и покупающей сторон). Так, в 2010–2013 гг. по сравнению с периодом 2006–2008 гг. дисконт IPO почти удвоился. Вместе с тем, как показывает статистика по компаниям 53–55, разные методы расчета дисконта дают разные результаты.



[Почитать описание, рецензии
и купить на сайте](#)

Лучшие цитаты из книг, бесплатные главы и новинки:

