Рынок IPO: наблюдения, советы и рекомендации

Наблюдения и выводы из сделок на рынках акционерного капитала в 2022–2023 годах. Советы и рекомендации для IPO-кандидатов. Прогноз развития рынка IPO

Владислав ЦЫПЛАКОВ,
управляющий директор,
Управление по работе
на рынках акционерного
капитала, Совкомбанк

Данный материал резюмирует некоторые наблюдения, которые были сделаны по результатам работы на ряде сделок на рынках акционерного капитала в 2022–2023 годах, включая SPO Группы «Позитив», IPO Евротранс (в процессе), SPO ТМК, IPO Henderson и некоторые другие проекты, которые пока не завершены. Этот анализ не претендует на полноту или стопроцентную объективность, однако должен быть полезен тем, кто планирует выходить на IPO, в качестве мнения одного из участников рынка.

Оживившийся рынок IPO привлекает много внимания со стороны компаний благодаря изменившемуся профилю потенциально успешного IPO-кандидата

1. ПОРТРЕТ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО ЭМИТЕНТА

Оживившийся рынок IPO привлекает много внимания со стороны компаний благодаря изменившемуся профилю потенциально успешного IPO-кандидата, в первую очередь с точки зрения размера бизнеса. На основе прецедентов можно видеть, что 2022–2023 годы были периодом небольших сделок (даже если их делали большие по капитализации компании), однако также достаточно четко можно видеть тенденцию к увеличению размера сделки (Таблица 1).

В настоящий момент часто задают вопрос о том, насколько рынок стал сейчас более подходящим для выхода на IPO средних и малых компаний? Здесь нет простого ответа. С одной стороны, возможности для небольших сделок существовали и ранее: в российской практике периодически встречались размещения, проводимые небольшими компаниями. То, что немногие из этих компаний «дожили» до наших дней, в данном случае непринципиально — эти сделки были подготовлены и «проданы» инвесторам, то есть состоялись. С другой стороны, очевидно, что некоторые компании слишком спешат на IPO, не понимая до конца, что именно они получают

Таблица 1
Сделки IPO и SPO на российском рынке в 2022–2023 годах

#	Дата	Эмитент	Сделка	Размер
1	28.09.2022	ПАО «Группа Позитив»	SPO	Около 1 млрд руб.[1]
2	14.12.2022	ПАО «Вуш Холдинг»	IPO	Около 2.3 млрд руб.[2]
3	25.04.2023	ПАО «ЦГРМ «Генетико»	IPO	179 млн руб.[3]
4	29.09.2023	ПАО «ТМК»	SPO	3.97 млрд руб.[4]
5	13.10.2023	ПАО «Группа Астра»	IPO	3.5 млрд руб.[5]
6	2.11.2023	ПАО «Хэндерсон Фэшн Групп»	IPO	3.8 млрд руб.[6]

[1] https://group.ptsecurity.com/ru/news/positive-technologies-obyavlyaet-itogi-secondary-public-offering-spo
[2] https://whoosh-bike.ru/whoosh_privlek_ipo
[3] https://investors.genetico.ru/Genetico-itog-IPO.html
[4] https://www.tmk-group.ru/PressReleases/4609
[5] https://astralinux.ru/about/press-center/news/ipo-gruppy-astra-proshlo-po-verkhney-granitse-tsenovogo-diapazona
[6] https://henderson.ru/press/stock-exchange

и какие обязательства и расходы принимают на себя, выходя на биржу. В целом, если попытаться вывести простое правило, то представляется, что компании с оценочной капитализацией в 20–30 млрд рублей уже могут задумываться об IPO, а до достижения такого значения выходить на IPO, наверно, рано.

2. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИСТОРИЯ

Понятно, что размер компании — не основной критерий успеха на бирже. А что все-таки наиболее важно для проведения хорошей сделки? В понимании большинства организаторов сделок это инвестиционная история бизнеса, а именно изложенная простым языком аргументация, почему данный бизнес будет развиваться и инвесторам следует купить его акции.

На основе прошлого опыта хотелось бы отметить два момента:

— инвестиционную историю не следует придумывать под сделку, это должно быть честное описание бизнеса и планов менеджмента по его развитию. На этапе подготовки сделки инвестиционную историю изучают много заинтересованных сторон, и вероятность того, что «рынок не купит» историю, в которую не поверит, достаточно велика;

— инвестиционно-привлекательные бизнесы во многом похожи друг на друга, здесь не так много возможностей быть оригинальным. Если кратко суммировать, то можно увидеть, что большинство компаний, которые успешно вышли на биржу, имеют следующие схожие характеристики:

• Растущий тренд в финансовых показателях (история роста). Это не обязательно рост каждый год: например, многие компании показывали замедление роста / падение выручки во время пандемии Covid-19 — это вполне допустимо, главное — показать, что рост был и до пандемии, а теперь последствия негативного влияния внешней среды устранены и рост возобновился.

• Большой целевой рынок, большая клиентская база. Эта характеристика дает понимание потенциала роста бизнеса в будущем. В этом смысле нишевым игрокам сложнее — требуется показать возможность роста за счет конкурентов или выхода в новые ниши, но эти истории сложнее продать инвесторам. Важнейшим инструментом работы с потенциальными инвесторами по данному вопросу является независимый отраслевой отчет, подготовка которого стала рыночным стандартом проведения сделок.

• Выдающийся продукт. Естественно, все компании заявляют, что их продукт — лучший на рынке, но инвестору будет гораздо легче в это поверить, если у него есть собственный положительный клиентский опыт. Сейчас B2C компаниям проще обосновать этот тезис, так как среди инвесторов преобладают физлица. Совет для B2B компаний — подумать, как продемонстрировать связь между своим продуктом и жизнью инвестора.

• Стратегическое видение. Лучшие примеры стратегии, как правило, всегда опираются на контекст и прогноз развития целевого рынка компании, плюс имеют характер дорожной карты по достижению заранее избранных средне- и долгосрочных целей.

• Мотивированный персонал. Конечно, инвесторы будут ожидать, что менеджмент опытен, лоялен и мотивирован. Характерной общей чертой для потенциальных эмитентов является то, что IPO дает возможность создания (расширения) программ мотивации, основанных на совладении акциями сотрудниками, и направленных на: (а) повышение лояльности текущих ключевых сотрудников, (б) усиление позиций бизнеса в конкуренции за наиболее квалифицированные кадры на рынке труда.

• Корпоративное управление по наилучшим стандартам. Не каждый рядовой инвестор понимает, что такое

Процесс выхода на IPO стал несколько проще, быстрее и адаптировался под маркетинг инвесторам — физическим лицам

корпоративное управление и какие инструменты защиты прав миноритариев существуют, однако данная тема справедливо находится под пристальным вниманием биржи и регулятора, поэтому уровень корпоративного управления компаний, выходящих на биржу, должен быть достаточно высок.

• Щедрые дивиденды. Наличие понятной дивидендной политики — не только рыночная практика, но и фактически требование листинга. Более того, можно сказать, что инвесторы оказывают определенное давление («голосуют рублем») на эмитентов в вопросе выплаты дивидендов.

Если компания узнает себя в описании выше (соответствует большинству критериев), то основные слагаемые успешного IPO уже присутствуют и можно начинать заниматься сделкой.

3. ПРОЦЕСС

Для меня как участника рынка интереснее всего наблюдать трансформацию процесса проведения сделок, который ощутимо изменился в 2022–2023 годах.

По опыту последних сделок активные продажи играют все более значимую роль в генерации спроса на IPO

В целом можно сказать, что процесс выхода на IPO стал несколько проще, быстрее и адаптировался под маркетинг инвесторам — физическим лицам. Ключевая роль в организации процесса по-прежнему остается за инвестбанками, причем, работая на сделках, можно было наблюдать, что крупные банки-организаторы во многом пытались адаптировать существовавший ранее процесс международного IPO к текущей ситуации. Частично это было оправданно и стало рыночной практикой: например, тщательная проработка российского проспекта, который ранее рассматривался как формальный документ, а сейчас заменил собой международный проспект. В некоторых других моментах кажется, что затрачиваемые ресурсы не оправдывают полученный результат (например, в части подготовки аналитических отчетов и маркетинга институциональным инвесторам).

Интересным феноменом, наблюдавшимся на нескольких проектах, стала «самоорганизация»: попытки менеджмента потенциального эмитента самим управлять организацией сделки. Представляется, что основным мотиватором такого поведения являлось не желание сэкономить (этого нелегко достичь без соответствующего опыта), а следование старому принципу «если хочешь что-то сделать хорошо, сделай это сам». Общий вывод из данных проектов: без участия банков в организации процесса все равно не обойтись. Банки на сделке — это не просто канал продаж розничным инвесторам, их работа включает (а) проведение проверки и валидацию инвестиционной истории для биржи, регулятора и инвесторов и (б) повышение общей эффективности проекта за счет собственного опыта, что позволят сэкономить время, деньги и усилия менеджмента.

Также следует отметить эксперименты с маркетингом сделок, которые проводили отдельные эмитенты. Идея не нова: компании с большой базой лояльных розничных клиентов часто имеют соблазн попытаться превратить клиентов в инвесторов в рамках IPO. В определенной мере это работает: несмотря на то что процесс был сложен технически и занял продолжительное время, есть примеры, когда эмитенту удалось таким образом собрать миллиарды рублей спроса на акции[1]. Однако, обобщая весь опыт подобных маркетинговых компаний, можно сделать вывод, что они работают только в сочетании с традиционными форматами привлечения инвесторов.

В более общем контексте можно сказать, что подходы к маркетингу сделок в «новой реальности» фактически устоялись. Ключевым посылом является необходимость коммуникации с потенциальными инвесторами простым и доступным языком. Большое распространение получили аудиовизуальные форматы продвижения: многие банки имеют собственные каналы в Телеграме и на видеохостингах, где на этапе активного маркетинга инвесторам предлагаются прямые эфиры с менеджментом эмитентов, которому можно задавать вопросы в комментариях в режиме онлайн.

С точки зрения простоты подачи информации, описывая потенциального эмитента в коммуникациях с инвесторами, удобно пользоваться определенными устоявшимися концепциями. Так, компания обычно попадает в одну или несколько из групп ниже:

• Бенефициары импортозамещения: конкуренты ушли, рыночные ниши открылись, у компании работы на годы вперед.

• Компания-лидер: крупнейший игрок в своем сегменте (возможно, не по всем метрикам). Важно оговориться, что по мере развития рынка эту историю будет все сложнее рассказывать, так как количество первых мест ограниченно.

• Компания — инноватор/визионер: это лидер в будущем благодаря уникальному продукту, технологии, ноу-хау и т. д. Эта идея хороша тем, что не зависит

[1] https://evrotrans-ao.ru/news/77

от текущей рыночной ситуации, но подходит не каждому инвестору, так как требует специальных знаний для оценки потенциала.

• Компания на пороге трансформационного роста: например, компания осуществила программу капвложений и теперь пора «собирать урожай».

Описанные выше подходы (аудиовизуальные коммуникации, упрощенная подача информации) востребованы в связи с изменением базы потенциальных инвесторов и упором на маркетинг в «розницу», где процесс продажи происходит в «пассивном» режиме: клиент сам инициирует сделку (через приложение, по телефону и т. д.), без участия сотрудника продающего подразделения банка (сейлза). Однако надо иметь в виду, что присутствие институциональных инвесторов на рынке сохраняется и даже, по опыту последних сделок, постепенно растет. Более того, сам класс инвесторов-физлиц в реальности очень неоднороден: от клиентов с небольшими портфелями (десятки-сотни тысяч рублей) до клиентов категорий премиум (миллионы рублей), private (десятки миллионов рублей) и выше. С состоятельными клиентами, которым на самом деле принадлежит подавляющий объем активов[1], принято работать через активные продажи, когда сейлз инициирует процесс общения и выводит клиента, будь то крупный физик или управляющий, на принятие инвестиционного решения. По опыту последних сделок активные продажи играют все более значимую роль в генерации спроса на IPO.

В завершение раздела, посвященного результатам 2022–2023 годов, несколько наблюдений по оценке компаний на IPO. С одной стороны, можно сказать, что для эмитентов сейчас сложилась благоприятная конъюнктура, так как нет сильного давления на цену от институциональных инвесторов с большими чеками. С другой стороны, банки, предоставляющие доступ к своим клиентам, как правило, достаточно аккуратно относятся к тому, что им продается, рассматривая свои отношения с клиентами как долгосрочные, то есть выходящие далеко за рамки одной конкретной сделки. Поэтому, как и раньше, вопрос установления ценового диапазона сбора заявок и впоследствии цены сделки — это торг между эмитентом и организаторами, представляющими рынок.

[1] https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46302/review_secur_23Q2.pdf

4. ПРОГНОЗ НА 2024 ГОД

Анализируя тренды, наметившиеся в 2022–2023 годах, можно сделать предположения о том, что нас ждет в следующем году.

• Большое количество сделок: в моем понимании это 10–12 сделок, проводимых по классической схеме: с размером от 2–3 млрд рублей, 1–2 ведущими банками в качестве организаторов, большим количеством брокеров, активным маркетингом, сбором заявок в течение 1–1.5 недель. При этом возможно определенное дополнительное количество сделок меньшего размера или с нестандартной структурой, но это будут единичные случаи.

• Также мы, скорее всего, увидим некоторое количество вторичных размещений (SPO), в том числе, возможно, от эмитентов, выходивших на рынок в последние два года.

• С точки зрения распределения сделок внутри года: очевидно, что первые сделки мы увидим в конце февраля — начале марта, эти проекты идут уже сейчас. Затем степень неопределенности сильно повышается в связи с проведением президентских выборов в России, но в базовом сценарии хотелось бы увидеть возобновление активности в апреле-мае и, с перерывом на летние отпуска, основной сезон с сентября по декабрь.

• С точки зрения секторов: по-прежнему будут активно продаваться эмитенты с B2C бизнес-моделями (потребительский сектор, включая услуги) и быстрорастущие технологические истории (не только IT), особенно те, где будет видно влияние импортозамещения.

• С точки зрения инвесторов: очевидно, что активность институциональных инвесторов будет постепенно нарастать, нельзя быть уверенным, что среди них будет какое-то значимое количество долгосрочных инвесторов, скорее речь о крупных спекулянтах. Формирование класса настоящих «умных денег», то есть инвесторов, имеющих многолетний горизонт инвестирования, принимающих решения на основе глубокого анализа и долгосрочных трендов и не подверженных влиянию краткосрочной рыночной конъюнктуры, займет продолжительное время.

• Рост конкуренции на рынке организаторов IPO: этот процесс виден уже сейчас — на разогревшийся рынок пытаются выйти новые игроки, в основном крупные банки. Этот процесс будет продолжаться, и, очевидно, для рынка в целом это полезно, так как позволит снизить расходы эмитентов, но на месте обычного инвестора целесообразно принимать во внимание, кто организует сделку, в которой ему предлагается участвовать.

Вопрос установления ценового диапазона сбора заявок и впоследствии цены сделки — это торг между эмитентом и организаторами, представляющими рынок