ЧУТКИЙ ИНСТРУМЕНТ

РЫНОК IPO, НАЧАВШИЙ БЫЛО ОЖИВАТЬ В 2017 ГОДУ, НЫНЕШНЕЙ ВЕСНОЙ ПЕРЕЖИЛ НОВЫЙ ШОК: НОВЫЕ САНКЦИИ США ЗАСТАВИЛИ МНОГИЕ РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ ОТЛОЖИТЬ ВЫХОД НА БИРЖИ. ТЕПЕРЬ, ПОЛАГАЮТ ЭКСПЕРТЫ, НОВОГО ОЖИВЛЕНИЯ СТОИТ ЖДАТЬ НЕ РАНЕЕ 2019–2020 ГОДОВ. РОМАН РУСАКОВ

Несмотря на то, что российский рынок IPO зародился не так давно, он уже пережил несколько серьезных кризисов, вызванных как нестабильностью финансового рынка (2007–2009), так и рядом совершенно обособленных от финансов причин (текущие кризисные явления в России ввиду осложнения внешнеполитических отношений, санкций). Как и в целом для экономики России, для отечественного рынка IPO характерен перекос в сторону так называемых «фундаментальных» отраслей — это металлургия, нефтегаз, горнодобывающие компании, компании финансового сектора. Также в последнее 10–15 лет рынок IPO в стране значительно пополнился компаниями в сфере ритейла и телекоммуникаций. «В то время как в мире активно набирает рост IPO высокотехнологичных компаний в сфере IT, онлайн-банкинга, из десяти крупнейших IPO и SPO в России в 2017 году половину составляли компании тяжелой промышленности»,— говорит Карина Елесина, консультант группы «Прайм Эдвайс». Она полагает, что IPO — это бесспорный способ привлечь хоть и более дорогое, но необходимое финансирование, что немаловажно в условиях ужесточившейся политики Банка России в отношении кредитных организаций как в части достаточности капитала, так и в части требований по залоговому обеспечению.

В то же время последовательное снижение ключевой ставки способствовало росту объема предоставленных нефинансовым организациям кредитов с 20,8 трлн рублей на начало 2015 года до 24,6 трлн на начало 2018 года. Таким образом, обращаясь к IPO, российские компании стремятся получить более предсказуемое с точки зрения дальнейшего обслуживания, финансирование, сохраняющее независимость компании от внешних контрагентов. Однако сегодня в условиях сильной волатильности экономики и курса рубля реальным потенциалом для успешного IPO располагают компании с перспективами интенсивного роста (IT, онлайн-интеграторы).

Георгий Ващенко, начальник управления операций на российском фондовом рынке ИК «Фридом Финанс», отмечает, что иногда у компании просто нет выбора: «Если компании нужны средства на развитие, то выбор стоит между докапитализацией и ростом долга. Увеличение долговой нагрузки не может быть бесконечным — при отношении долга к годовой EBITDA выше двух банки уже ограничивают объемы кредитования, облигационные займы связаны с более низким рейтингом и более высокой ставкой. Это тупик. Докапитализация — единственный выход из создавшегося положения».

Он указывает, что средний размер IPO в США составляет около $200 млн. На российском рынке были публичные размещения акций на сумму менее 1 млрд рублей.

ПОСЛЕ ЗАТИШЬЯ После затишья в 2016 году, когда не было ни одного размещения на Московской бирже, на рынке IPO отмечается оживление. Так, в начале 2017 года были размещены акции «Детского мира», осенью состоялось размещение акций En+ на Лондонской бирже и глобальных депозитарных расписок на Московской бирже. На бирже в Москве осенью появились и акции компании «Обувь России». Тем не менее Денис Иконников, аналитик инвестиционно-управляющей компании QBF, считает, что об ажиотаже говорить не приходится. Многие компании предпочитают отложить IPO на более отдаленные сроки из-за санкций, политической и экономической нестабильности в РФ: АФК «Система» отложила размещение своих активов Segezha Group, «Медси», «Степь», «Лидер Инвест» на 2020–2021 годы.

Рафаэль Абрамян, руководитель направления стратегии и инвестиций Rambler Group, указывает, что введение в апреле текущего года очередного санкционного пакета в отношении России со стороны США вызвало панику среди инвесторов и обрушило капитализацию компании более чем на 20%. На этом фоне оптимизм потенциальных кандидатов на IPO стремительно улетучивается. «Один из последних примеров — вынужденный перенос срока IPO компании-разработчика программного обеспечения IBS. При этом мы видим хоть и точечный, но спрос на успешные, быстрорастущие российские компании, для которых основной рынок сбыта — домашний. Так, например, успешное размещение акций на российских биржах произвели такие ритейлеры, как „Детский мир“ и „Обувь России“. Можно предположить, что подобных примеров — размещение акций на отечественных биржах российской компании, играющей преимущественно на локальном рынке,— будет становиться все больше, в то время как аппетит к крупных глобальным размещениям пока будет слаб»,— говорит он.

СЫРЬЕВОЙ СЕКТОР КАК ОСНОВА Основную долю публичных российских компаний традиционно составляли представители нефтегазового сектора, энергетики, металлургии и добывающей промышленности. На втором месте были крупнейшие банки и сетевой ритейл. За последние несколько лет в этот список активно внедрились игроки IT-отрасли и телекома. Однако Антон Лифшиц, генеральный директор и совладелец компании Global Health Care, считает, что качественного развития рынка не произошло, IPO по-прежнему остается локальным инструментом, эффективность которого с каждым годом вызывает все больше вопросов. «Лицевая сторона рынка IPO выглядит весьма привлекательно. Статус публичной компании гарантирует прозрачность, повышенное внимание инвесторов, дает возможности сделать cash out и перейти на качественно иной уровень ликвидности. Как бонус — рост стоимости компании и возможность привлекать финансирование через выпуск бондов, ослабив тем самым зависимость от банковских кредитных линий. IPO действительно дает переход на новый уровень возможностей. При одном „но“: этот выход должен быть успешным. Причем, не только на старте, но и в процессе дальнейших торгов»,— говорит господин Лифшиц. Просчитать или спрогнозировать результат заранее невозможно, а российские компании, выходящие на интересные с точки зрения ресурсов иностранные биржи, находятся в дополнительном кольце уязвимости из-за нестабильной ситуации в экономике и внешней политике.

Даниил Егоров, руководитель управления торговых стратегий Dukascopy Bank SA, считает, что тенденцией последних лет для российских компаний стал уход с больших площадок (NASDAQ, Dow Jones, LSE) на малые. Это, по его мнению, вызвано, во-первых, избыточными требованиями к котирующимся на них компаниям, а во-вторых — достаточно низким спросом на российские акции, что, в свою очередь, вызвано непрозрачной политикой дивидендов, относительно стагнирующими основными показателями (прибыльность, рост активов), а также общей геополитической напряженностью. «Все это влияет на капитализацию компании, и размещаться на крупных площадках становится бессмысленным. Что же касается российских площадок, то за последние пять лет мы видим резкий рост количества эмитентов второго и третьего эшелона, что нормально для более или менее развитого рынка»,— говорит господин Егоров. Чаще всего IPO начали организовывать не производственные компании, как это было раньше, а сервисные.

Среди тенденций рынка Ольга Плевако, партнер отдела инвестиций и рынков капитала КПМГ в России и СНГ, отмечает, что на иностранных биржах в последние годы практически отсутствует размещение акций, предпочтение отдается формату депозитарных расписок, что существенно сокращает расходы на размещение, при этом круг инвесторов, готовых инвестировать в российский бизнес, при смене формата сужается не столь значительно. Она также указывает на то, что наличие якорного инвестора повышает вероятность успеха размещения, поэтому при любых размещениях компании активно взаимодействуют с крупными инвесторами, которые могли бы выступить в этой роли

«Впрочем, ситуация с сервисными компаниями далеко не однозначна: скажем, IBS переносил IPO уже несколько раз, главной причиной называл санкции, хотя санкции как раз на его бумаги повлиять не должны. Тенденция последних лет — малые IPO, с суммой до 10 млрд рублей. А IPO таких гигантов, как ИД „Просвещение“ (около 72 млрд рублей),— редкость. Учитывая вялость рынка и стагнацию его объемов, помимо первоначального привлечения акционерного капитала особого смысла устойчивым компаниям принимать на себя все риски IPO фактически нет. Единственное, что может быть интересно,— это сбор пула инвесторов на перспективу»,— полагает господин Егоров.

ДОРОГОЕ УДОВОЛЬСТВИЕ Подготовка к IPO — долгосрочный корпоративный проект, требующий значительных ресурсов, в том числе финансовых. Необходимо привести бизнес-процессы, отчетность, структуру компании, систему управления к международным стандартам, обеспечить прозрачность, открыть информацию и решить еще целый комплекс задач. Подготовка к IPO — это не менее года-двух напряженной работы. «Все это никак не гарантирует доверия инвесторов. И каждая компания, имеющая подобные амбиции, должна сначала четко ответить себе на вопрос „Зачем?“ Вопрос не праздный, учитывая опыт российских несырьевых компаний на Гонконгской и Лондонской биржах, а также американской NASDAQ, когда акции „Яндекса“, „Мегафона“, QIWI, Mail.ru торговались на уровне или ниже цены размещения. Даже успешный старт Тинькофф-банка (Tinkoff Credit System) на Лондонской бирже в 2013 году и его позиционирование в качестве IT-компании нового формата не помогли укрепить доверие инвесторов»,— говорит господин Лифшиц. История мировых гигантов тоже неоднородна, чего стоит только резонансный выход на IPO компании Facebook в 2012 году. И это не самый плохой сценарий, отмечает эксперт. Неудачное IPO за последние 15 лет привело к банкротству многие крупные компании по всему миру.

Господин Егоров полагает, что иногда могут не окупиться даже затраты на подготовку к IPO. «Учитывая ярко выраженную инертность рынка, достаточно сдержанные тенденции к длинным позициям и весьма неоднозначную структуру компаний, которые сейчас выходят на IPO, особых плюсов нет»,— указывает эксперт.

Денис Иконников согласен с этим мнением. «В условиях санкций и низкой покупательной способности населения РФ проводить IPO под расширение компании не столь привлекательно. Помимо этого, многие корпорации откладывают первичное размещение акций из-за низкой фундаментальной оценки отечественного фондового рынка: мультипликатор P/E, который показывает, сколько годовых прибылей компании необходимо для окупаемости инвестиций, для российского фондового рынка составляет менее восьми, тогда как для американского рынка — около 22»,— говорит он.

ЗАТРАТЫ ОКУПЯТСЯ Для успеха IPO необходимо, чтобы сошлись внутренние и внешние условия. Под внутренними условиями в первую очередь имеется в виду организационная зрелость компании, которая может послужить инвестору гарантией качества управления и прозрачности деятельности. «Из практики наибольшие