



## Материал по итогам круглого стола «Возможности капитализации российского рынка информационных технологий».

4 октября 2007 года на ФБ ММВБ состоялся круглый стол «**Возможности капитализации российского рынка информационных технологий**». Организатором выступил Центр по работе с эмитентами ФБ ММВБ.

Данное мероприятие было предназначено для российских компаний рынка информационных технологий, решающих задачи по выходу на новые рубежи развития. В круглом столе приняли участие топ-менеджеры российских IT-компаний, как разместивших свои акции на бирже, так и планирующих размещение, аналитики ведущих инвестиционных банков, представители крупнейших фондов и независимых аналитических агентств.

Целью обсуждения на данном круглом столе являлось формирование консенсусного взгляда на IT-рынок, определение его границ, основных сегментов, темпов роста, а также определение и оценка возможностей, предоставляемых фондовым рынком.

Участники:

Марголит Геннадий Ремирович – Заместитель генерального директора ФБ ММВБ

Богданов Андрей Олегович — Старший аналитик ИК «Тройка Диалог»

Иванова Наталья Ивановна — Партнер, «Da Vinci Capital management»

Кузовкин Алексей Викторович — Генеральный Директор ОАО «АРМАДА»

Карелов Сергей Владимирович — Председатель Совета «ЛИНЭКС»

Филиппов Роман Юрьевич — Управляющий директор Департамента корпоративных финансов ИК «Финам»

Шортанов Муслим Вахаевич — Президент компании «Playfon»

Модератор – советник ФБ ММВБ, Андрей Головин

Итоги обсуждения по вопросам:

### **1. Определение IT-рынка, сегментирование и его границы, динамика роста.**

*Андрей Головин:* Первый вопрос - это определение IT-рынка, но не определение в классическом понимании этого слова, а вопрос о его границах, структуре, основных элементах, динамике роста. Об IT-рынке существует несколько представлений – это и «классическое» представление, используемое IDC, и более узкие, связанные с TLK решениями, интернетом и т.д.

*Роман Филиппов,  
«Финам»*

Сегменты, в которых работает компания «Финам»: интернет- это основное направление для компании, а также entertainment, к которому относятся компании-разработчики и локализаторы компьютерных игр.

Сегменты, не так активно охваченные компанией это– медиа (имеет высокий потенциал роста), а так же производство программного обеспечения и оборудования.

Четких границ рынка не существует, с точки зрения инвестиционной деятельности IT рынок ассоциируется с сектором в области коммуникации и получения информации, при этом скорость развития настолько высока, что даже при высоких темпах современной жизни - обгоняет, заставляя нашу жизнь ускоряться.

*Наталья Иванова  
Фонд «Da Vinci»*

IT-сфера - инфраструктура, призванная поддерживать бизнес, предприятия и людей

На рынке существует два сегмента:

- программное обеспечение
- «железо».

Использование технологий – это уже не IT сфера, так как драйверы иные. Например, компания «Мамба», получающая основную прибыль за счет роста численности пользователей и дохода от рекламной деятельности. Потенциал рынка - в необходимости российского бизнеса автоматизировать свои процессы. Нужно создавать новые продукты, более сложные решения, помогая компаниям развиваться. Рост сегмента на 30% не является ни пределом или чем-то удивительным. Тенденция останется господствующей в течение последующих нескольких лет.

Богданов Андрей,  
«Тройка-диалог»

Согласен с Натальей, IT сфера - это инфраструктура. Есть мотивация включить туда все, чтобы, посмотрев, восхититься темпами роста. Но рынок крайне неоднороден. Рост рынка по IT-услугам, основываясь на цифрах, представленных IDC (International Data Corporation) составляет 21-23 %. Показатели не сумасшедшие, а сектора телекоммуникации и медиа вообще растут быстрее. Пропорция IT-услуг в составе всего рынка ниже, чем в развитых странах.

Сегменты растут по-разному. Есть и 40 % в год, есть и намного меньше. При пересчете по новой методике IDC – цифры получались намного меньше, чем компании о себе заявляли. Таким образом, следует подходить более выборочно к сегменту и компаниям, чтобы более точно определить точки роста и лидеров.

## Инвестиционное резюме

- IT-рынок – достойная альтернатива телекоммуникационному сектору: прогнозируется, что в ближайшие годы российские IT-компании будут расти на 21% в год, тогда как телекоммуникационные – на 15%.
- На 2007–2008 годы запланирован ряд первичных размещений, в результате которых число представленных на фондовом рынке эмитентов IT-сектора увеличится до четырех-пяти.
- Привлекать средства из внешних источников нужно только для приобретения активов, а для финансирования подобных сделок лучше всего подходят частные размещения.



Сергей Карелов,  
«ЛИНЭКС»

Возможны 2 способа ответить на поставленный вопрос:

- использовать одну из существующих в мире классификаций, описывающих структуру IT-рынков (например, классификации Forrester Research, Gartner Group, IDC);
- изобрести новую собственную классификацию.

На мой взгляд, второй путь не продуктивен и подобен очередному изобретению велосипеда. На верхнем уровне описания структуры IT-рынков все классификации названных аналитических агентств совпадают. Это Оборудование, Программное обеспечение и IT-услуги. А посему нужно просто следовать этой классификации и не тратить время на её усовершенствование.

Что же касается числовых параметров российского IT-рынка, то здесь, к

сожалению, ситуация пока не очень хорошая. Представление российского IT-рынка в большинстве исследований российских аналитиков строится не на основе его объективных показателей, а на базе экспертных оценок. Представление же западных аналитиков о российском IT-рынке, хотя и свободны от названного недостатка, но, к сожалению, обычно базируются на довольно неточной и, чаще всего, непроверенной информации.

Первая попытка улучшить ситуацию была недавно предпринята Лигой независимых экспертов ЛИНЭКС совместно с IDC в форме проекта уточнения параметров сегмента IT-услуг российского IT-рынка. В результате этого уточнения были получены куда более точные и достоверные рыночные показатели этого сегмента рынка, чем во всех предыдущих исследованиях, проводившихся в России на эту тему.

Уточнение же других сегментов рынка, а также сопоставление параметров российского и зарубежных IT-рынков планируется осуществить в ходе другого проводимого сейчас ЛИНЭКС исследования «RITM 2007: Реальный IT-рынок», которое планируется опубликовать уже в ноябре этого года.

Однако уже сейчас можно сказать, что хотя российский IT-рынок является самым быстрорастущим IT-рынком мира, но по показателю востребованности IT в экономике, определяемому процентом выручки предприятий, расходуемому ими на IT, наш рынок существенно отстаёт от развитых и большинства развивающихся стран.

*Андрей Головин:* **Резюме:** Инвестиционные банки предпочитают четкую классификацию, инфраструктурный подход, не переменяют драйверы роста, и сегментируют IT сферу на «железо» и услуги. Зрелые, крупные компании, выходя на рынок, понимают, что инвесторы придерживаются этой модели, но при этом ищут интересные сегменты роста.

## **2. Какие макроэкономические показатели определяют структуру и динамику рынка? Какие основные тенденции наблюдаются в российской IT-индустрии? Каков его потенциал?**

*Андрей Головин:* Следующая группа вопросов - это макроэкономические оценки. IT-рынок как и любой другой элемент макроэкономической системы зависит от изменения ее показателей. Он привязан к территории, бюджетам. На его развитие и темпы роста влияет, численность населения, количество мобильных телефонов в стране, уровень средней заработной платы, прожиточного минимума. Таким образом, хотелось бы выслушать участников круглого стола и услышать их мнения на тему: какие макропоказатели определяют структуру и динамику IT-рынка.

*Алексей Кузовкин,  
«Армада»*

Динамика рынка зависит от многих макро показателей и политики.

- Тенденции рынка можно проследить на примере западного опыта. Например, в развитых странах доля рынка по «железу» составляет не более 30%, основная часть - 70% приходится на услуги. В России ситуация пока обратная.

- Поддержка государством IT-рынка. Такая волна прокатилась по многим странам - именно государство начинало инвестировать и поддерживать информационные технологии. В данный момент в России поддерживается большое количество коммерческих проектов и государственных инициатив: фонды, технопарки, особые экономические зоны.

– Общеэкономическая ситуация. Процент затрат на IT-услуги зависит от общего благополучия компаний и отрасли.

– Проникновение интернета - увеличение количества пользователей, а так же средний доход человека.

*Наталья Иванова*  
*Фонд «Da Vinci»*

Влияющих факторов большое количество. Господствует тенденция к увеличению доли затрат в бюджете на IT-решения. С одной стороны российский бизнес накопил достаточно ресурса; деловое пространство диктует свои правила игры, поэтому без дополнительных вложений бизнес существовать не может. Но с другой стороны есть ограничение – процент затрат, который компания может себе позволить. Есть компании более богатые - нефтяные, есть более бедные.

Надо анализировать по сегментам IT-рынка. Системные интеграторы – в основном, внутренние игроки и обслуживают внутренние потребности, а разработчики программного обеспечения работают на более широком, международном рынке. Вопрос в том, движет ли их развитие внутренний или внешний спрос. С учетом того, что сейчас активно идет оффшорное программирование, когда мы выступим оффшором, которому заказывают программы или блоки программ. Тогда основной движущей силой являются не внутренние показатели, а внешние - тенденция перемещение части рынка из Индии в Россию.

В-целом, по сегментам ситуация различна. Общая тенденция: рынок растет и будет расти значительными темпами. А на 15 или 20 % будет зависеть от многих факторов, например от государственной политики в отношении поддержки, налоговой политики, что особенно важно для системных интеграторов.

*Богданов Андрей,*  
*«Тройка-диалог»*

Два ключевых макропоказателя:

– пропорция размера IT-рынка к ВВП страны.

- проникновение компьютеров (количество компьютеров на 100 человек).

Россия отстает от западных рынков, значит, есть перспектива развиваться. Специфика России: большую долю небольшого рынка занимают заказы крупных государственных компаний, осознавшие необходимость перестройки своих IT-систем. А малый и средний бизнес занимает 20-25% заказов услуг. В развитых странах ситуация иная. Но, так или иначе, есть перспективы для роста. История IT-рынка отличается от рынка коммуникаций, и его потенциал не реализован по причинам: «серость» рынка, непрозрачность получения контрактов. Де факто на рынке всего две открытые компании, поэтому отсутствует мотивация других игроков переходить на другую степень прозрачности.

Прогноз: рынок будет значительно меняться в ближайшем будущем, но кто именно реализует этот потенциал предсказать невозможно. Пока присутствует элемент романтизма – возможность выбрать правильную нишу, на которой можно хорошо «сыграть».

*Шортанов Муслим,*  
*«Playfon»*

Поскольку мы работаем с конечным потребителем, то для нас главным макропоказателем является общее благосостояние населения и экономики, в общем.

*Сергей Карелов,*  
*«ЛИНЭКС»*

От чего зависит потенциал будущей капитализации рынка? Инвестиционная привлекательность определяется следующими параметрами: темпом роста, который в свою очередь зависит от востребованности IT-услуг и от их отдачи для бизнеса, и прибыльность бизнеса - EBITDA, которая зависит от зрелости IT-бизнеса и от доли создаваемой добавленной стоимости.

Востребованность – это процент затрат, который компании тратят на IT-сферу. В России тратят меньше, соответственно по нашим оценкам, потенциал роста составляет 8.3 раза (рис.1).

# Востребованность ИТ бизнесом (% затрат на ИТ)



Рис.1

Отдача от ИТ-сферы для бизнеса в России равна 0,5 %, в США - 3,9%. Потенциал роста оценивается в 7,8 раза (рис.2).

# Отдача от ИТ для бизнеса (ВДС по видам деятельности)

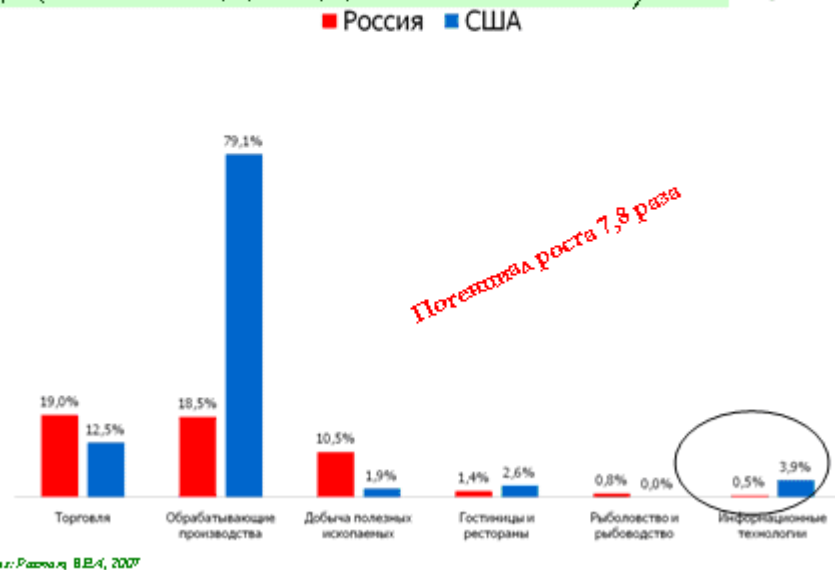
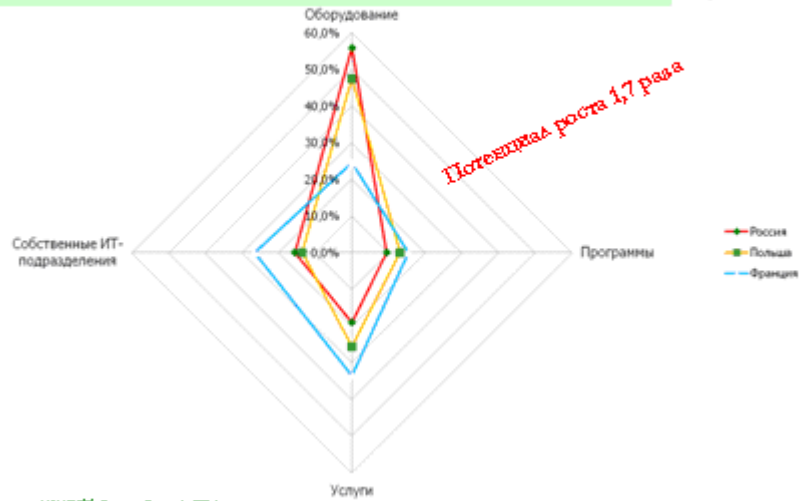


Рис.2

Потенциал роста за счет роста зрелости рынка и увеличения доли создаваемой добавочной стоимости равен 1,7 и 1,6 раза соответственно.

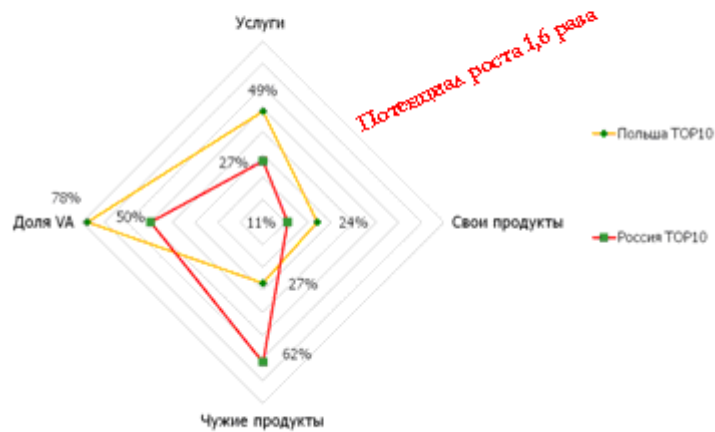
## Зрелость ИТ-рынка



Источник: ИТ-ЦИС, РБК. Капитал, 2011

Рис.3

## Доля создаваемой VA



Источник: ИТ-ЦИС, РБК. Капитал, 2011

Рис.4

Таким образом, потенциал роста капитализации в целом для рынка велик.

### **3. Возможности капитализации. Что представляет интерес для инвесторов? Каков нижний предел капитализации?**

*Андрей Головин:* Следующий блок вопросов – возможности капитализации компаний.

Во-первых, что представляет интерес для инвесторов. Поскольку докладчиками являются представители компаний, в том числе практикующих сделки слияния и поглощения, а так же компаний, представляющих новые проекты, то любая публичная компания это также инвестор.

Во-вторых, вопрос о нижнем пределе капитализации. С какого нижнего предела можно получить достойную оценку рынка и капитализацию?

*Роман Филиппов,  
«Финам»*

Рынок публичных инвестиций в IT развит у нас слабо, и если говорить о компаниях средней и малой капитализации – все фонды, вкладываясь в такие компании, будут ожидать доходности порядка 40-45% в год. Значит, это должны быть компании-лидеры в секторе, нише или компании, которые имеют что-то особенное, конкурентные преимущества, идею, и при этом период копирования новинки конкурентами значителен, а также компании должны иметь адекватный менеджмент, способный исполнить свою миссию.

При IPO минимальный объем размещения – 15-20 млн. долл., в связи с тем, что не сформировался широкий класс инвесторов. При размещении 49% акций - 30-40 млн. долл. соответственно. Нормальная же величина возможного размещения это 50 млн., иначе не будет ликвидности, что может погубить и проект и компанию.

*Алексей Кузовкин,  
«Армада»*

Мировые инвесторы заинтересованы в высокой отдаче, вместо высокой надежности. Даже с большей надежностью инвестиции легко сделать за рубежом. Поэтому инвесторы ожидают именно большого роста, как например, акции медиакомпаний – в 10 раз.

Важно доверие к менеджменту, которое молодым компаниям приходится завоевывать.

Пределы капитализации. Конечно, золотое правило: чем больше – тем лучше, но нижний порог отсутствует, т.к. инвесторы ждут разные компании. Например, «входной билет» на ИРК в 100 млн. руб. объективен. Полученные от IPO средства Армада инвестирует, в основном, в слияния и поглощения и частично на развитие собственной продуктовой линейки. Это в настоящий момент правильный и интересный путь, который дает компании возможность быстро вырасти. Компаниям-поглотителям интересны как сильные состоявшиеся структуры с высокой прибыльностью, где очищенная рентабельность EBITDA выше собственной и составляет от 14 до 20%, так и компании, имеющие возможность к взрывообразному росту, но не имеющие доступных средств или ресурса, для рекламы, маркетинга, которым крупная структура, предоставляя их, дает возможность вырасти в 5-10 раз за 1-2 года.

*Наталья Иванова  
Фонд «Da Vinci»*

Мы, в основном, работаем с частными инвесторами. При формировании оценки, надо смотреть на несколько показателей. И конечно, есть зависимость от того, чью сторону вы занимаете – покупателя или продавца. Мультипликаторы «Армады» сопоставимы с международными мультипликаторами. Инвесторы готовы платить, так как темпы роста в России превышают темпы роста на развитых рынках и многих развивающихся, следовательно, доходность выше и они готовы платить дорого. Например, стоимость ритейловых российских компаний тоже выше, потому, что выше темпы роста.

Но иностранным инвесторам сложно покупать из-за нашей специфики. Например, разница в понимании и использовании такого показателя, как EBITDA. В России существует понятие «очищенная EBITDA», что не возможно для западного понимания. Затрудняет оценку компаний и потенциала роста, уровень прозрачности рынка, так как если некоторые компании «очистить», то получатся совершенно другие показатели. Проблема вывода компаний на IPO состоит в том, что до этого момента все показатели компанией занижались, теперь начинают повышать, что порождает вопросы налоговой службы.

Поэтому, те, компании, которые выходят - получают международную оценку. Но чтобы реализовать тот потенциал капитализации, о котором мы говорим, надо чтобы компания не просто росла, а удовлетворяла требованиям капитализации, раскрывалась, показывала свои достижения, общалась с инвесторами, чтобы система получения заказов компании стала более прозрачная. Иначе все не раскрытое идет в раздел проспекта «риски», а это снижает стоимость. Еще больше рисков и, следовательно, дисконта при вложении в частные компании, а не выходе на IPO.

Поэтому потенциал капитализации огромен, но требуется не просто рост рынка, а доказательства возможности реализовать этот потенциал, и что теоретически высчитанная стоимость имеет место быть.

Относительно минимального размера привлекаемых средств, то для компаний не узкого сегмента – дженериков минимальный предел довольно большой – не менее 200 млн. долл., т.к они не уникальны и со средним темпом роста для данной отрасли. Внимание к ним проявят крупные международные фонды, а они не любят инвестировать меньше 2 млн. Нужна ликвидность, следовательно около 10 участвующих фондов. Получаются те же 20 -30 млн. долл., о которых говорилось.

Другой случай – игрок, находящийся в интересной нише в начальном пути, в которой возможен взрывообразный рост. Например, РБК. Для времени своего размещения компания была уникальным игроком, поэтому ее акции покупали, несмотря на небольшую капитализацию. Третий, четвертый игрок будет менее интересен. Соответственно, у первых всегда есть больше возможностей привлечь к себе внимание. Для нишевых игроков дно объема на бирже - 10 млн.

*Андрей Богданов,  
«Тройка-диалог»*

В сравнении с 2000 годом размер приемлемой капитализации для рынка изменился. Чтобы компании нормально торговались на рынке наравне с «телекоммуникациями», «потребительскими товарами» 30 – это абсолютный минимум, 100 – норма, если говорить о портфельных инвесторах. Компаний, готовых выйти и способных получить такую капитализацию, мало. При этом акционеры крупных российских компаний не хотят терять контроль после проведения IPO. В других компаниях тоже есть лимит предложения акций на рынок, так как у них уже были пре-IPO сделки. Если мы говорим не про формальный листинг 2-5 компаний, а про создание нового сектора, как в свое время произошло с сектором потребительских товаров, выросшим с нуля до колоссальных размеров за 4 года, – то до этого еще далеко. Не смотря на все десятикратные перспективы IT-рынка.

*Сергей Карелов,  
«ЛИНЭКС»*

Потенциал капитализации рынка колоссален. В мире мало сфер и индустрий, где бы выручка росла больше чем на 20% в год, EBITDA больше чем 15-20%. На Западе предрекают все виды кризисов, в Китае – проблемы продовольствия и корректировка курса юаня. Так что на Россию направлено много взглядов инвесторов, как на биржевые так и внебиржевые операции.

Пока сделки слияний и поглощений идут более активно, т.к. всего 2 компании торгуют на бирже. В биржевом секторе наиболее серьезные IPO будут проходить в диапазоне от 200-500 млн. долл. Во внебиржевом на порядок меньше – от 20 до 50 млн. долл. с привлечением частных инвестиций. Хорошие перспективы. На западе у IT-сектора нет этих характеристик роста. Количество сделок в ближайшие три года будет велико.

#### **4. Форматы оценки компаний, выходящих на открытый рынок. Методики.**

##### **Мультипликаторы.**

Андрей Головин: теперь хотелось бы перейти к обсуждению темы об использовании различных способов оценки компаний. Какой из способов способен учесть реалии российского IT-рынка, в первую очередь потенциал роста. Это и есть дискуссия относительно адекватности и, следовательно, возможности применения оценки компании методом мультипликатора.

*Наталья Иванова*  
*Фонд «Da Vinci»*

Активно действующие компании, с высокой степенью прозрачности продаются по мировым ценам, другое дело, что темпы роста у российских компаний больше, и поэтому в России мировые цены становятся более приемлемы. Но сам показатель темпа роста остается в зоне риска, т.к. не известно каков будет рост и как долго он продлится, и что будет после того, как компания сделает международный аудит. С учетом того, что большинство компаний сейчас его не имеют. Таким образом, с учетом рисков, цены на акции российских компаний оправданы.

Технологии оценки:

1. Международный мультипликатор.
2. Метод дисконтирования денежных потоков, который позволяют ценить потенциал развития компании, т.к. высокие темпы, закладываясь в поток, увеличивают оценку. Действительно, по российским компаниям чаще применяется оценка, посчитанная методом дисконтирования денежных потоков, чем с применением мультипликатора. Разница связана с более высокими темпами роста. Разница отличается не в разы, т.к. сравниваются аналогичные компании растущих рынков Китая и Индии.

*Сергей Карелов,*  
*«ЛИНЭКС»*

Если бы не было проблем с оценкой компаний в России, то при той большой покрывной возможности иностранных инвестиций, все компании бы уже были куплены. Основные проблемы здесь таковы: (1) аудит, проводимый по принципу «скажите, как Вам нужно»; (2) отсутствие объективных и проверенных данных по рынку в целом; (3) отсутствие четкого отнесения компаний к тому, или иному сегменту (модели) бизнеса.. Если не устранить эти 3 проблемы, риски при оценке компаний будут оставаться высокими. Отдельная проблема – это выбор адекватных мультипликаторов и сравнительной базы для оценки параметров типа Стоимость предприятия/Выручка, Стоимость предприятия/Прибыль от реализации до амортизации и т.д. Например оценки некоторых из средних параметров по России, развитым и развивающимся рынкам, сделанные аналитиками «Тройки Диалог» при анализе стоимости IT-компаний, отличаются от аналогичных оценок, сделанных аналитиками «АТОН-capital» в 3-4 раза, что говорит о том, что стоимость компаний может варьироваться на 100-200%. Не понизив риски от неточной оценки российских IT-компаний, наш рынок будет продолжать недополучать

инвестиции. Необходимо научиться правильно оценивать потенциал конкретных российских компаний и соизмерять его с аналогичными компаниями России, а также с компаниями, работающими на развитых и развивающихся рынках, чтобы инвестиции потекли сюда рекой.

*Роман Филиппов,  
«Финам»*

О выходе Фонда ЗПИФ «Финам-ИТ» на открытый рынок. В связи с ограничениями действующего законодательства о ЗПИФах, мы не имели возможности проведения классического IPO, предполагающего сбора инвестиционных ожиданий в рамках некоего ценового коридора. Цена продажи паев была установлена в соответствии с чистыми активами Фонда на дату размещения, по этой цене собирали инвесторов.

Касательно оценки IT компаний, выходящих на рынок инвестиций. Метод мультипликаторов применим, но для компаний с хорошо прогнозируемым темпом роста. Проблема в том, что на инвестиционный рынок давят слишком завышенные ожидания компаний, которые приходят за инвестициями. Большинство из них ссылается на примеры, типа «Google». Но его ситуация была уникальна. Исключительно редко бывают ситуации, когда при годовой выручке в 5 млн. долл., EBITDA - 1 млн. долл. компания стоит 100 млн.долл.! Завышенные ожидания формируют большую зону рисков.

На рынке происходят слияния, приобретение себе подобных, укрупнение, разделение, рождается много проектов, start-up-ов, как успешных, так и нет, и для этого рынка больше нужны венчурные инвесторы и/или бизнес-ангелы, которые смогут вывести эти проекты сначала на уровень бета-версий, а потом повышать капитализацию дальше.

Фонд «Финам-ИТ» при рассмотрении своих проектов ориентируются на показатели в 6-7 EBITDA . А мультипликатор зависит от прогнозируемых темпов роста. Таким образом безусловно, если компания сможет доказать, что она будет расти на 100% в год, то их оценят выше. На рынке высокая скорость появления инноваций; барьеры невысокие.

При подготовке к размещению капитализация Фонда была – 40 млн.долл.(в соответствии с чистыми активами). Была также сделана дополнительная эмиссия на 20 млн. долл. Таким образом, капитализация выросла до 60 млн.долл. Основная база инвесторов, а именно 75-80%- это частные инвесторы – всего до 150 человек. Это хороший результат размещения – раздать паи розничным инвесторам. При этом, паи купили инвесторы, осознающие риски данной отрасли, среднесостоятельный класс, у которых есть как возможности, так и потребности инвестировать в высокорисковые и потенциально высокодоходные проекты. Данная инвестиционная группа представлена широко, а предложений на рынке для них мало и они однотипны. Необходимо «подогревать» этот класс инвесторов, и размещать небольшие растущие компании, и это дело инвестиционных банков.

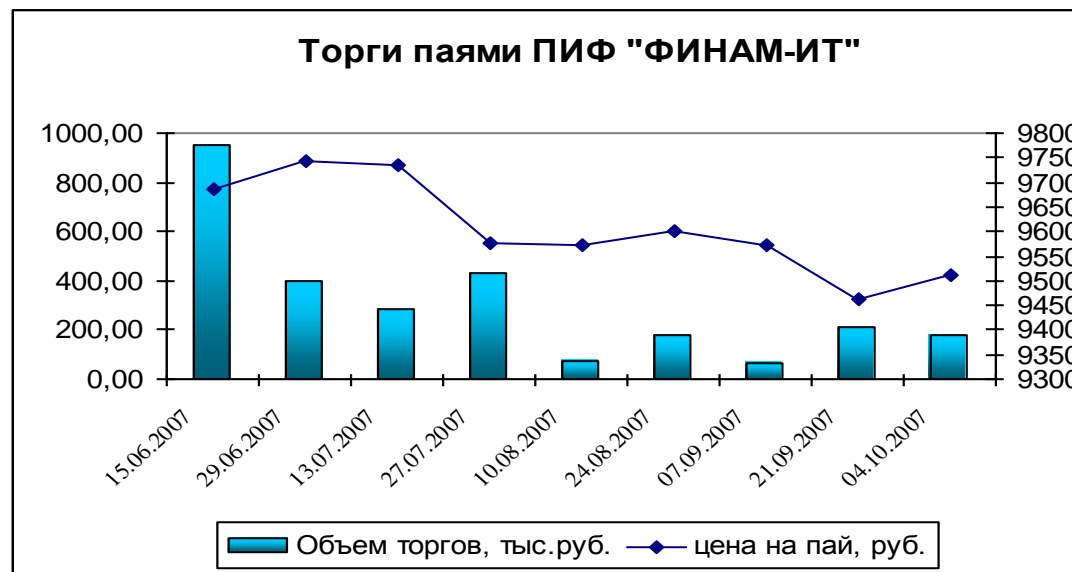
Основываясь на опыте проведения road-show в Лондоне, иностранные инвесторы, выбирая из России, Китая, Бразилии и Индии склоняются в принятии своих решений в пользу Китая, основывая свой выбор на общей численности населения. Они не особо верят и в российский Интернет и в его перспективность, в перспективность российского IT-рынка, т.к рынок закрытый и маленький, неразвитый и мало компаний, готовых капитализироваться. Именно по этой причине Финам выбрал стратегию размещения среди российских частных инвесторов.

Этот проект долгосрочный, мы предполагаем увеличение капитализации в ближайшие 3-5 лет с 60 млн. долл. до 600 - 1 млрд. долл. В качестве нижней границы капитализации через 3 года принимается цифра в 500 млн. долл.

Стоит отметить, что за три месяца, с момента вывода на биржу нашего

фонда среднемесячная ликвидность составила 3% от free float, при этом мы ожидаем рост ликвидности по мере развития компании. 2. Цена паев Фонда в августе и сентябре (при общем падении фондового рынка) не падала, т.к. это фонд прямых инвестиций, котировка паев фонда не должны коррелировать с фондовым рынком, а зависят только от успехов компаний, входящих в фонд. Конечно, невозможно похвастаться пятикратным увеличением по сравнению с ценой размещения, но при этом цена ни разу не понижалась ниже начального уровня. Поэтому главной движущей силой обозначены события в самих компаниях, входящих в Фонд, способствующие ее развитию, которые, к сожалению, пока наступают не так часто.

Определенная часть паев была куплена спекулянтами. Но благодаря тому, что ФИНАМ также выполняет функции маркет-мейкера, есть возможность перераспределять портфель и собрать паи для вновь приходящих частных инвесторов и тем самым сформировать желаемый круг.



*Алексей Кузовкин,  
«Армада»*

Мы вышли на фондовую биржу в конце июля, капитализация составила 179 млн. долл., размещено 16% акций. Привлечено более 29 млн. долл. В 9 раз была переподписка.

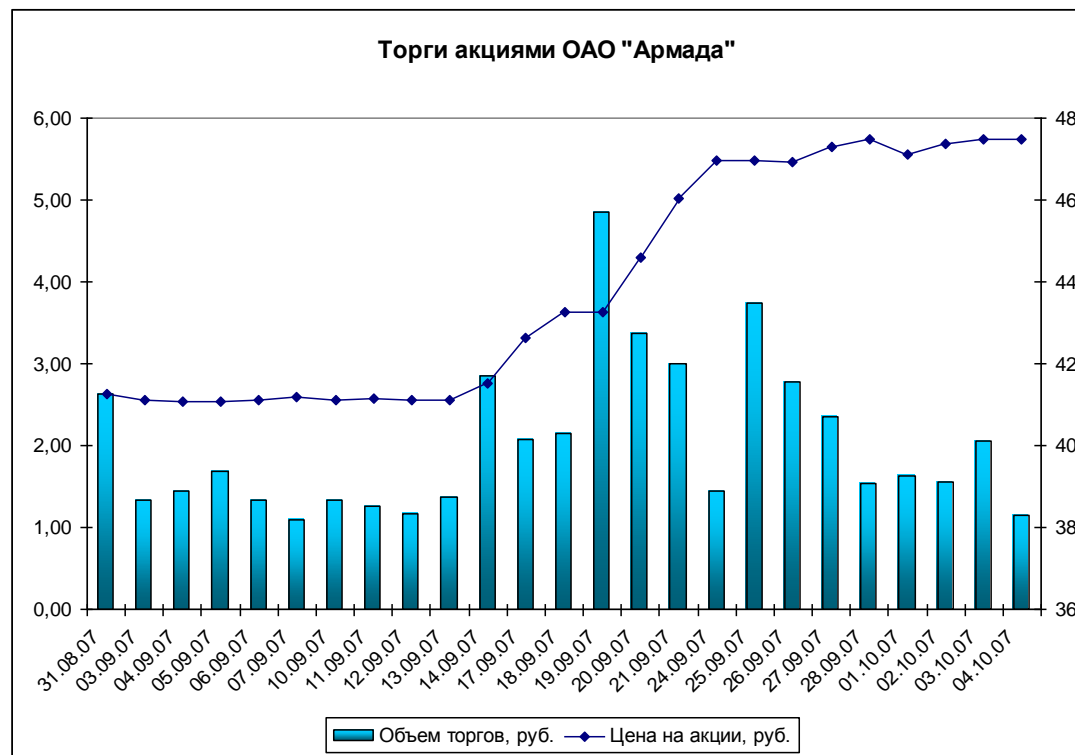
Road-show началось в Москве, длительностью в неделю и на 2 недели продолжилось в Европе. В результате в середине road-show, уже по результатам заявок из Москвы было понятно, что эмиссия продана совет директоров зафиксировал цену на уровне 14.9 долл, и по этой цене было проведено размещение. Цена фиксировалась не из соображений максимума, а из соображений возможностей последующего роста. На данный момент стоимость чуть выше 18 долл. за акцию, рост составил порядка 20%. Сейчас компания превысила верхнюю границу капитализации в 200 млн.долл, установленную на ИРК. Ликвидность нормальная, но точный процент от free-float мы не определяли. На рынке отмечено большое количество внебиржевых сделок.

Выбор метода оценки компании зависит от того, занимает ли она позицию продавца или покупателя. А при биржевом размещении основную роль играет рынок, что является наиболее объективным.

При оценке компаний, с точки зрения покупателя, ориентируемся на показатель P/E, часто используем мультипликаторы, хотя по отношению, к некоторым компаниям они не применимы. Многие настолько отличаются по

своему потенциалу, что на рынке есть практически любой мультипликатор, как и у Google, так и Yahoo. Второй критерий оценки – синергия с возможностями Армады. Если компания, войдя к нам получает возможность вырасти еще быстрее, чем она росла без нас, то это тоже хороший показатель. Есть так же компании, которые покупаются без P/E – или как ресурсные компании, тогда стоимость компании считаем по методу дисконтирования денежных потоков, с учетом своих ожиданий. Некоторые покупки сделаны с P/E от 4 до 6. Информация раскрыта на корпоративном сайте [www.armd.ru](http://www.armd.ru).

В момент размещения компании мультипликатор был 24 к чистому доходу или 15 к EBITDA. Но, мы размещались практически в конце года, при этом все мультипликаторы посчитаны к 2006 году, а инвесторы считали к 2007 году. Прогнозы компании относительно роста были посчитаны без учета слияний и поглощений, поэтому рост должен быть больше.



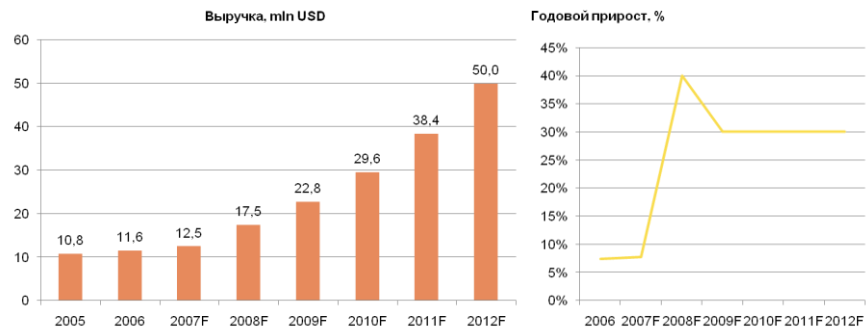
### Презентация потенциального эмитента сектора ИРК

*Шортанов Муслим,  
«Playfon»*

Компания функционирует с 2004 года как ведущий мобильный мультимедиа-контент провайдер, планирует стать молодежным мультимедийным порталом №1. Компания стартовала с нуля и достигла значимых успехов. В настоящий момент более 4000 партнеров дистрибьюторов, более 300 поставщиков контента, широкий ассортимент - более 20 тысяч наименований продуктов и услуг, значимая доля на рынке мобильных игр – 28%, 5% - доля рынка мобильного контента.

## Playfon – ключевые финансовые показатели\*

	2005	2006	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Выручка, mln USD	10,8	11,6	12,5	17,5	22,8	29,6	38,4	50,0
EBITDA, mln USD	0,5	0,3	1,1	5,3	6,8	8,9	11,5	15,0
EBITDA margin %	5%	3%	9%	30%	30%	30%	30%	30%
Годовой прирост, %		7%	8%	40%	30%	30%	30%	30%



\* Все данные управленческой отчетности (МСФО), неаудированные данные

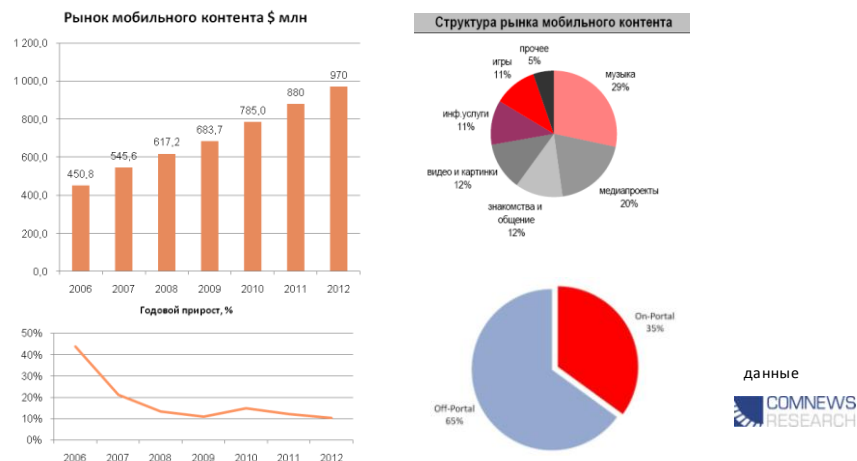


Круглый стол «Возможности капитализации российского сектора информационных технологий»  
ММВБ / 4 Октября 2007 года

Награды: Snews закрепил 62 место в рейтинге top 100 среди IT-компаний, в 2005 году второе место среди Snews Fast – рейтинг самых быстрорастущих IT-компаний. Также были отмечены наградами операторов сотовой связи. География услуг – Россия, СНГ, Страны Балтии. Тестовое покрытие в Великобритании, Германии и Швеции. Рынки – мобильного контента и новые рынки – интернет-рекламы и цифрового контента.

Рынок мобильного контента показывал не очень хорошие результаты на протяжении последних лет, динамика роста сокращается и прогнозируется на уровне 13-14 % к 2012 году.

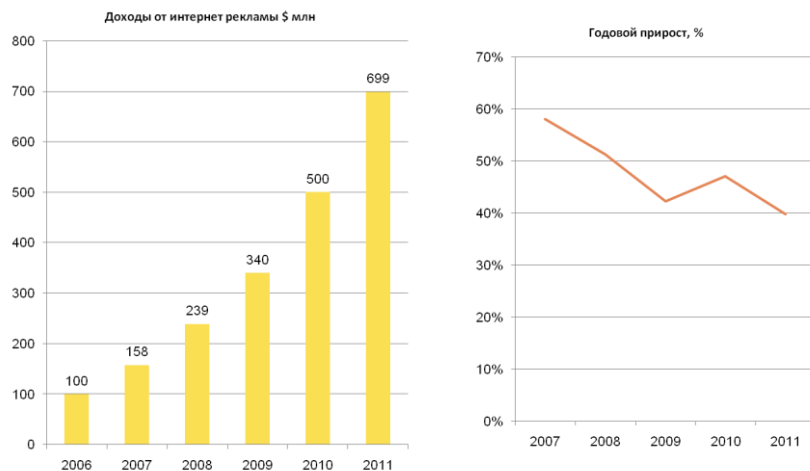
## Российский рынок мобильного контента – рост продолжается



Круглый стол «Возможности капитализации российского сектора информационных технологий»  
ММВБ / 4 Октября 2007 года

Рынок интернет-рекламы имеет большой потенциал роста более 40%, по данным PricewaterhouseCoopers.

## Российский рынок интернет рекламы – гигантский потенциал



Данные Price Waterhouse Coopers (PwC)



Круглый стол «Возможности капитализации российского сектора информационных технологий»  
ММВБ / 4 Октября 2007 года

Рынок цифрового контента (MP3-музыки) имеет разнородные оценки. Но мы верим, что будем являться одними из локомотивов, опираясь на давние и прочные деловые отношения с правообладателями, что обеспечивает доступ к лицензионному музыкальному контенту. Это поможет нам реализовать свою стратегию.

Цель – стать первым молодежным мультимедийным порталом. Молодежь имеет три потребности – развлечение, знакомство и общение, мультимедиа.

## Playfon – Цель – «Молодежный мультимедиа портал № 1»

Достижение цели через удовлетворение 3 основных развлекательно-информационных потребностей молодежи



Круглый стол «Возможности капитализации российского сектора информационных технологий»  
ММВБ / 4 Октября 2007 года

Исторически на рынках мобильного контента всего мира имела место модель вывода товара, отталкивающаяся от новых технологий (wap, ussd, sms), а не от потребностей рынка. Технологии давали такие продукты как рингтон, картинка, wallpaper и т.д. Насыщаясь, рынок остывает ко всем модным новинкам, и в настоящий момент для потребителя не имеет значения, какой именно сигнал издает телефон при звонке. Основное – чтобы он звонил. Таким образом, становится важным вывести нужды потребителя на первое место. Понятие мобильного контента исчезает,

проявляется необходимость поставлять мультимедиа контент на любые платформы, удобные для потребителя.

Продукты и услуги компании: музыка (mp3, видео клипы, клубы), развлечения (игры, кино, телевидение, сериалы), знакомства и общения (основано на музыке и развлечениях).

Три точки монетизации: контент, платные сервисы, интернет-реклама.

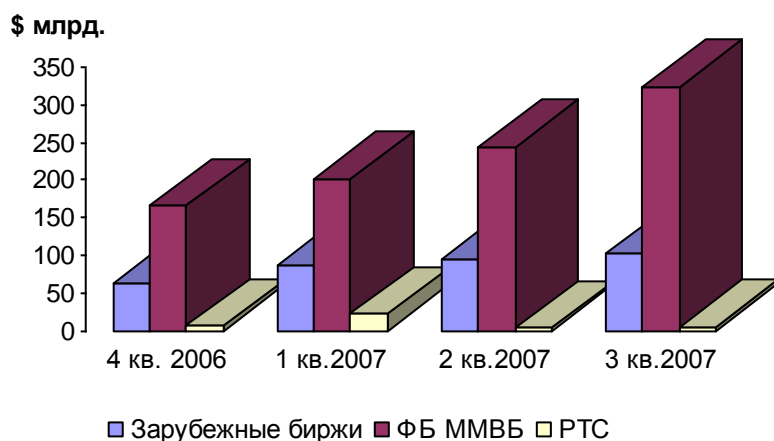
## Возможности российского фондового рынка. Готовность инфраструктуры сектора ИРК.

Геннадий Марголит,  
ФБ ММВБ

Прежде всего, хотелось бы отметить, что ликвидность, объем торгов российскими акциями растет стремительно.

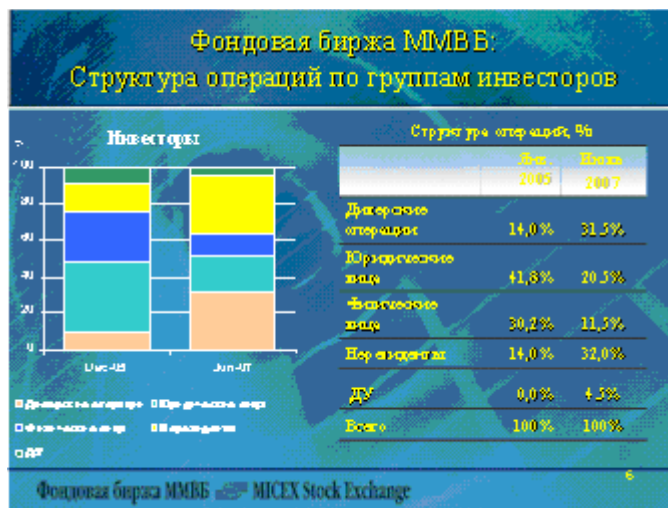
Основная ликвидность сосредоточена на российских биржах, и их доля продолжает увеличиваться. В настоящий момент примерно 70% оборотов акциями/DR приходится на ФБ ММВБ, все остальное - в основном Лондон. Внутри страны мы являемся лидером: 99% оборота приходится на ФБ ММВБ.

### Объем торгов российскими DR/акциями в мире



Важно понять, что такое ликвидность. Был стереотип, что на ФБ ММВБ торгуют спекулянты, что это краткосрочный оборот, и это не очень хорошо для длинных инвестиций. По результатам проведенного нами исследования, размер крупных сделок на ФБ ММВБ составил 30% от торгового оборота. При этом он в 1,3 раза больше, чем совокупный оборот российских акций на Лондонской бирже. Примерно половина сделок, совершаемых нерезидентами, крупные.

Важно также отметить, что AIM – это узкая площадка институциональных инвесторов и, в отличие от российской биржи, не имеет розничных инвесторов. ФБ ММВБ - это 451 тысяча физических лиц, и темп прироста высокий. Есть огромный пласт людей, которые готовы вкладывать в фондовый рынок. В структуре оборота физические лица составляют незначительную часть – 11,5%.



Основной оборот ММВБ обеспечивают 7 «голубых фишек», но это не означает, что компании средней капитализации не торгуются на бирже. 284 компании имеют признаваемую рыночную цену и количество торгуемых компаний быстро прирастает. Сектор ИРК является неотъемлемой частью Биржи: с точки зрения технологий и инфраструктуры торговля не отличается от основной Биржи. Отличие только в позиционировании в листинге. Торговля ведется в единой позиции с основным рынком. Поэтому ликвидность также распространяется и в рамках этого сектора, чего нет на AIM.



В секторе ИРК можно включать акции, корпоративные облигации и паи ПИФов. Перечень отраслей достаточно обширный, поэтому компания с инновационной технологией, но из традиционного сектора, может претендовать на размещение на ИРК. Биржа помогает в проведении PR и IR мероприятий, также предоставляется достаточно новые услуги - проведение виртуальных road-show и таргетинга. Цель – прямой поиск инвесторов в нужной пропорции, с согласия инвестиционных банков. Для реализации данной услуги ФБ ММВБ имеет представителей, в Лондоне в том числе, которые занимаются активной помощью эмитентам в продаже акций и других финансовых инструментов. Есть разные варианты размещения. Оба эмитента пошли по эффективному высокотехнологичному пути – биржевое размещение. Заявки удовлетворяются через систему торгов, что ограничивает сбой и позволяет добраться до розничной аудитории – средний класс, который будет покупать акции в том случае, если они будут продаваться привычным

способом.

Сейчас мы разработали технологию сбора заявок в течение месяца. Можно заявки собирать через биржу и удовлетворять в системе торгов.

Биржа помогает и в жизни компании после IPO: есть традиционные инструменты – маркет-мейкеры и специалисты, которые берут на себя обязательства по поддержанию котировок. А так же: IR, круглые столы, отчеты о состоянии рынка, структуре инвесторской базы. Созданы два подразделения: IR-отдел, который помогает в создании и приумножении ликвидности и повышении капитализации. И Центр по работе с эмитентами, консультирующий компании по вопросам выхода на организованный рынок ценных бумаг. Задача – помочь эмитентам, начиная с самого раннего этапа. Наша задача – делать «голубые фишки», поэтому мы трепетно относимся к каждой маленькой компании, втайне надеясь, что из нее получится «голубая фишка», как произошло с РБК.

Касательно вторичного рынка, необходимо отметить, что ликвидность есть даже при небольшом объеме размещения.

**Поддержка после размещения (after market)**

- Маркет-мейкеры и специалисты
- Аналитическое обеспечение, Отчеты о рынке.
- IR услуги: организация круглых столов, встреч с аналитиками и инвесторами, конференции, панельные дискуссии  
Отдел по связи с инвесторами (тел. +7 495 705-96-80)
- Центр по работе с эмитентами: предмиссияный консалтинг, диагностика готовности к IPO, помощь эмитентам по организации маркетинговых мероприятий, помощь в проведении roadshow, аналитическая поддержка (тел. +7 495 411-82-51)

Фондовая биржа ММВБ MICEX Stock Exchange 6

Индекс ММВБ и поведение паев Финам-IT показывают хорошие результаты. Также как уже отмечалось, достаточно удачно разместилась «Армада».

**Преимущества Сектора ИРК**

**Для эмитента:**

- Возможность быть замеченным инвестором
- Возможность получить финансирование со стороны широкого круга инвесторов - от венчурных фондов и фондов прямых инвестиций, до розничных инвесторов;
- Получение целого комплекса дополнительных услуг по PR/IR

**Для инвестора:**

- Специализированные инвестиционные менеджеры (отбор компаний, латинговские отчеты, раскрытие информации)
- Создание ликвидности

Фондовая биржа ММВБ MICEX Stock Exchange 21

Резюмируя все вышесказанное необходимо отметить, что ИТ - отрасль является динамично развивающейся и перспективной с точки зрения инвестиционных возможностей.

Существуют различные подходы к определению как самого ИТ-рынка, так и его сегментов. Представители инвестиционного сообщества предпочитают отнесение рынка ИТ к инфраструктуре, и четко разделяют рынок на два сегмента: программное обеспечение и «железо». Компании сектора дополнительно выделяют высокомаржинальный сектор ИТ-услуг, отмеченный опережающими темпами роста.

Для успешного развития рынка важными факторами являются:

- Общая макроэкономическая ситуация
- Степень проникновения ИТ-услуг
- Успешное развитие российских компаний, предполагающее рост бюджетов на ИТ-обеспечение
- Государственная поддержка отрасли

Положительная динамика макроэкономических показателей России, а также низкий уровень проникновения ИТ-услуг позволяют прогнозировать устойчивый рост ИТ-отрасли в ближайшие годы.

Для инвесторов наибольший интерес представляют компании из растущих сегментов рынка: ИТ-услуги, медиакомпания, интернет-компания. Наибольшей инвестиционной привлекательностью обладают компании - лидеры в своем секторе, или компании, которые имеют нечто особенное, уникальные конкурентные преимущества.

В настоящий момент российские компании по мультипликаторам оценены на уровне западных аналогов, но инвесторы готовы платить такую цену исходя из ожидаемых высоких темпов роста отдельных сегментов ИТ-рынка. При этом возникают многочисленные проблемы, связанные с трудностью адекватной оценки компаний отрасли. Оценку затрудняет отсутствие четких ориентиров по потенциалу роста рынка, низкий уровень прозрачности. Применение финансовых мультипликаторов ограничено, так финансовые показатели ИТ-компаний зачастую достаточно сложно адекватно оценить.

Между тем фонды прямых инвестиций и сами ИТ-компании при проведении сделок по слиянию и поглощению ориентируются на мультипликатор стоимость компании/ EBITDA, интерес для них представляют компании, оцениваемые в 6-8 EBITDA. При этом при проведении первичного размещения компания «Армада» получила оценку в 15 EBITDA.

Привлечение инвестиций путем публичного размещения акций (IPO) является важным этапом развития компании.

Появление сектора инновационных и растущих компаний на Фондовой бирже ММВБ позволяет выходить на публичный рынок компаниям небольшого размера – нижняя граница капитализации компании установлена на уровне 100 млн. руб. При этом, по мнению участников круглого стола нижней границей капитализации является уровень в \$20-30 млн.

На ФБ ММВБ созданы все условия для выхода компаний ИТ-сектора: запущен сектор ИРК, институт листинговых агентов, отработаны технологии биржевого размещения, налажены эффективные коммуникации с инвестиционным сообществом. Важно также отметить, что в отличие от AIM, который является узкой площадкой для институциональных инвесторов, сектор ИРК предоставляет доступ к деньгам розничных инвесторов. На сегодняшний день на бирже торгуют свыше 451 тысячи физических лиц и эта цифра постоянно растет.

В ходе размещений биржа помогает в проведении PR и IR мероприятий, также предоставляет услуги по проведению виртуальных road-show и таргетинга (поиск целевых инвесторов).

Все это создает комфортные условия для проведения IPO компаний ИТ-сектора и дальнейшего успешного вторичного обращения ценных бумаг этих компаний на Фондовой Бирже

ММВБ.

## Информация о компаниях-участниках

---

**da vinci**  
capital management

«Da Vinci Capital  
Management»

Независимая управляющая инвестиционная компания, специализирующаяся на альтернативных инвестициях, акциях корпораций, и структурированных продуктах для стран СНГ (в основном Россия, Казахстан, Украина, страны Центральной Азии) и других глобальных развивающихся рынках. Отделения в Гернси, Москве и Лондоне Финансовая группа Да Винчи в настоящее время насчитывает свыше \$ 250 млн. активов под управлением.  
[www.dvcap.com](http://www.dvcap.com)

---



«ЛИНЭКС»

ЛИНЭКС - это открытое некоммерческое сообщество профессионалов в области ИТ, готовых осуществлять независимую экспертизу или аудит и предоставлять услуги независимого консалтинга. [www.linex.ru](http://www.linex.ru)

---

 **ТРОЙКА ДИАЛОГ**

«Тройка-диалог»

Одна из крупнейших инвестиционных компаний на российском рынке, с совокупным оборотом свыше 7 трлн. руб. в 2006 году. Ключевыми направлениями бизнеса являются: торговые операции с ценными бумагами, управление активами и инвестиционно-банковские услуги. . [www.troika.ru](http://www.troika.ru)

---

**FINAM!RU**

ИК «ФИНАМ»

Инвестиционный холдинг, действующий в большинстве сегментов финансового бизнеса. Лидер российского рынка ценных бумаг по биржевым оборотам, совокупный оборот - более 2.6 трлн рублей по итогам прошлого года. [www.finam.ru](http://www.finam.ru)

---

**ARMADA**

ОАО «Армада»

Динамично развивающаяся группа ИТ-компаний, в состав которой входят такие известные бренды, как РБК СОФТ, Гелиос Компьютер, ПМ Эксперт, СоюзИнформ, ЕТС и др. 31 июля 2007 года «Армада» первой из отечественных ИТ-компаний провела первичное размещение своих акций на российских фондовых биржах ММВБ и РТС. Полученные средства «Армада» направляет на покупку перспективных ИТ-бизнесов и совершенствование собственных продуктов. За счет этого компания намерена в течение ближайших нескольких лет занять от 3 до 5% российского ИТ-рынка. [www.armd.ru](http://www.armd.ru)

---



«Playfon»

Ведущий международный провайдер мобильных развлекательных услуг, предоставляющий инновационные развлекательные сервисы более 250 млн. абонентам сотовых сетей России, Украины, Казахстана, Великобритании, Германии, Швеции и стран Балтии. Занимает третье место в рейтинге самых быстрорастущих IT-компаний России по данным Cnews Analytics, лидер российского рынка мобильных игр. <http://corp.playfon.ru>



«ТехноСерв А/С»

Многопрофильная компания, специализирующаяся на автоматизации бизнеса крупнейших российских предприятий и организаций и информатизации ключевых отраслей экономики, и российского общества, один из крупнейших российских системных интеграторов. Выручка компании за 2006 г. выросла на 42% и достигла \$751 млн. В структуре дохода компании доля направления системной интеграции (включая поставку оборудования) составила 80,7% от совокупного, консалтинг — порядка 12%, услуги — 7%. В соответствии с последними данными CNews Analytics за 2006 г., компания «Техносерв» занимает четвертую строчку в рейтинге 100 крупнейших IT-компаний страны и первое место в списке крупнейших интеграторов. [www.technoserv.ru](http://www.technoserv.ru)



«Элекард»

Компания основана в 1988 году. С 1995 года занимается разработкой программного обеспечения для кодирования, декодирования, обработки, передачи и приема видео и аудио в различных форматах. Одной из первых выпустила видеокодеки новейшего стандарта сжатия, С 2001 года компания ведет разработки в области цифрового эфирного телевидения и потокового видео, которые используются мировыми лидерами отрасли. В 2006 году была разработана линейка программно-аппаратных продуктов для IPTV, вызвавшая большой интерес.

В настоящее время Элекард представляет собой группу, состоящую из нескольких частных IT-компаний: Elecard Ltd, Elecard Devices, Elecard-Med, CompActive, Eletom, Solveig MM, Advansib, Элекард-Дисплей, Управляющая компания "Российский инновационный центр", двух учебных исследовательских лабораторий в университетах Томска и лаборатории в НИИ Радио (Москва). Сотрудникам компании принадлежит несколько книг по компьютерной графике, вышедших в России и США. [www.elecard.com](http://www.elecard.com)



МедиаЛингва

«Медиалингва»

Ведущий на российском рынке разработчик программного обеспечения, реализующего передовые лингвистические, поисковые и мультимедиа-технологии. Компания обладает богатым опытом в области разработки программных продуктов, накопленным за десять лет существования и предыдущие годы работы ее сотрудников - профессионалов лингвистики и программирования - в известных компьютерных фирмах России и бывшего СССР. [www.medialingua.ru](http://www.medialingua.ru)



ЗАО «Концепт Технологии»

Образовано в результате реорганизации ЗАО «Телеком Транспорт», основанного в 1996 году. Миссия компании – повышать эффективность строительства телекоммуникационной инфраструктуры России путем внедрения лучших новых зарубежных технологий на отечественных сетях связи.

Компания предлагает решения, оборудование, программное обеспечение и услуги для операторов связи и корпоративных заказчиков.

Партнеры – крупнейшие операторы связи, корпорации и телекомпании России. <http://c-tt.ru>



компания «Ай-Текс»

«I-teco»

Ведущий российский системный интегратор и поставщик информационных технологий для корпоративных заказчиков – предоставляет услуги по системной интеграции, консалтингу, сервисной поддержке и аутсорсингу, реализует комплексные интегрированные решения в области -инфраструктуры и информатизации крупных государственных структур, промышленных и телекоммуникационных предприятий, финансовых учреждений, организаций малого и среднего бизнеса.

Компания основана в 1997 году. Оборот компании в 2006 году вырос на 45% и составил 307 млн. долларов. В компании работает более 700 штатных сотрудников – высококвалифицированных IT-специалистов, чей профессионализм подтверждают свыше 500 полученных ими сертификатов, часть которых являются уникальными для России. [www.i-teco.ru](http://www.i-teco.ru)



ГК  
«Систематика»

Входит в Национальную Компьютерную Корпорацию, занимает лидирующее место на российском IT-рынке в сегменте системной интеграции и в настоящее время объединяет компании «Систематика», TopS BI и «АНД Прожект». В 2005 г. НКК провела консолидацию своих структур, занимавшихся системной интеграцией и ИТ-консалтингом и объединила их под общим брендом «Систематика». В 2006 г. эти компании были выделены в отдельный управленческий контур с целью участия в сделках слияния и поглощения (M&A). В первой половине 2007 г. произошло слияние с компанией TopS BI и образование ГК «Систематика». Сейчас акционерам НКК принадлежит доля 73% в ГК «Систематика». <http://www.ncc.ru/structure>

«IBS - Информационные Бизнес Системы».

Группа IBS является одной из крупнейших российских ИТ-компаний, с выручкой \$721 млн по итогам 2006 года.

В группу входят:

Luxoft - лидер российского рынка производства и экспорта программного обеспечения

Деро computers – один из крупнейших разработчиков и производителей компьютерных систем в России.

---

В 2007 году состоялось слияние IBS с группой «Борлас» (один из крупнейших интеграторов систем на основе Oracle).  
Объединенная компания IBS, по оценкам аналитиков IDC, занимает 22% российского рынка бизнес-приложений, а общее число ее сотрудников превысило 3400 человек. [www.ibs.ru](http://www.ibs.ru)

---



invisibleCRM

«Invisible CRM»

Компания-разработчик семейства продуктов по увеличению производительности и удобства при использовании систем по управлению взаимоотношениями с клиентами (CRM), созданная весной 2005 года. В качестве партнеров по созданию линейки Invisible CRM были приглашены компании VDI (Россия) и Afortio (Украина). Основная цель создания - преодоление слабости CRM-систем, которые мешают конечным пользователям (в первую очередь - менеджерам по продажам) активно работать с ними, решить проблему "программного обеспечения на полке", а значит, позволить компаниям вернуть средства, вложенные в разработку и установку этих продуктов. <http://invisiblecrm.com>

---