

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего
профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Высшая школа менеджмента

**Оценка компании при изменении структуры собственности: анализ стратегических
альтернатив для компании «Делимобиль»**

Выпускная квалификационная работа
студента 4 курса бакалаврской программы,
группа 18.Б-05-вшм

КАРТАСИДИ Кирилла Николаевича



(подпись)

Научный руководитель
Доцент кафедры финансов и учёта, кандидат
экономических наук
Ильина Юлия Борисовна



(подпись научного руководителя)

«СООТВЕТСТВУЕТ ТРЕБОВАНИЯМ»



(подпись научного руководителя)


Санкт-Петербург
2022

Заявление о самостоятельном выполнении курсовой работы

Я, Картасиди Кирилл Николаевич, студент 4 курса гр. 18.Б05, направления 080500 – Менеджмент (профиль подготовки - Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей курсовой работе на тему «Исследование факторов роста стоимости компании при изменении структуры собственности, представленной в офис бакалаврской программы для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

(подпись)



«30» мая 2022 года

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
Глава 1. ФИНАНСИРОВАНИЕ КОМПАНИИ: ОСНОВНЫЕ СПОСОБЫ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКИ	8
1.1. Долевое и долговое финансирование как способы привлечения капитала в компанию 8	
1.2. Исследование способов долевого финансирования для принятия решения по изменению структуры собственности компании.....	10
1.2.1. IPO. Первичное публичное размещение акций	11
1.2.2. М&А. Сделки слияний и поглощений.....	13
1.2.3. Венчурный капитал.....	15
1.2.4. Капитал «бизнес-ангелов»	17
1.2.5. Акционерный краудфандинг	19
1.3. Сравнение инструментов долевого финансирования как способов изменения структуры собственности компании.....	22
Глава 2. ОТРАСЛЬ ШЕРИНГ-ЭКОНОМИКИ И РЫНОК КАРШЕРИНГА 33	
2.1. Экономика совместного потребления как новая экономическая модель	33
2.2. Анализ рынка каршеринга: история развития, особенности и драйверы.....	35
2.3. Позиции компании «Делимобиль» на рынке каршеринга в России	41
2.4. Структура собственности компании «Делимобиль».....	43
2.5. Причины несостоявшегося IPO компании «Делимобиль».....	45
2.5. Альтернативы для компании «Делимобиль» при трансформации структуры собственности.....	48
Глава 3. ОЦЕНКА БИЗНЕСА КОМПАНИИ «ДЕЛИМОБИЛЬ»	51
3.1. Оценка предпосылок и операционных показателей в рамках анализа будущего развития компании.....	51
3.2. Оценка бизнеса компании «Делимобиль» при выходе на IPO и при М&А ...	55

3.3. Анализ стратегических инициатив и рекомендации для топ-менеджмента компании «Делимобиль»	63
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	68
<i>Список использованной литературы</i>	70
<i>Приложения</i>	76
Приложение 1. Отзыв компании «Делимобиль» на прикладной проект.....	76
Приложение 2. Финансовая модель стратегической инициативы выхода на IPO	77
Приложение 3. Финансовая модель стратегической инициативы M&A.....	78

ВВЕДЕНИЕ

Исследование способов трансформации собственности и их влияния на оценку бизнеса — одна из наиболее популярных тем для анализа в финансовом менеджменте ввиду того, что этот вопрос актуален не только в академической среде, но и на практике. Финансисты не однозначны в своих мнениях о том, к чему приведет то или иное решение по трансформации собственности, и как это в конечном итоге скажется на стоимости компании. Более того, зачастую не ясен и момент, когда принимать то или иное решение.

Сложившаяся ситуация и информационный фон вокруг компании «Делимобиль» является ярким примером такой проблематики. В 2021 году каршеринговый сервис подал заявку на проведение IPO на Нью-Йоркской бирже, однако уже после публикации проспекта эмиссии и проведенной работы инвестиционного банка «Делимобиль» заявил о переносе «из-за рыночных условий». Актуальность данного прикладного проекта заключается в том, что после объявления о переносе сроков IPO компании «Делимобиль» внешняя экономическая и геополитическая ситуация в мире и в России в 2022 году сильно изменилась. На данный момент менеджмент компании не понимает, стоит ли вообще рассматривать такую стратегическую инициативу, как выход на IPO, в 2022 году или же имеет смысл сконцентрироваться на иных вариантах трансформации структуры собственности с целью привлечения дополнительного капитала.

Целью прикладного проекта для компании «Делимобиль» является разработка рекомендаций для топ-менеджмента компании по выбору варианта трансформации структуры собственности.

Для достижения этой цели были поставлены и выполнены следующие задачи:

1. Проанализировать теоретическую базу долевых методов финансирования;
2. Выявить причины невыхода компании «Делимобиль» на IPO в 2021 году;
3. Выбрать наиболее подходящие для компании «Делимобиль» способы долевого финансирования на базе изучения теоретической базы существующих методов, финансового анализа компании и ее внешнеэкономического фона;
4. Оценить стоимость компании «Делимобиль» при реализации тех или иных стратегических инициатив по изменению структуры собственности;
5. Предоставить управленческие рекомендации на основе оценки текущей стоимости компании «Делимобиль» при реализации тех или иных стратегических инициатив по изменению структуры собственности.

Данное исследование может быть полезно в практической деятельности, связанной

с корпоративными финансами и оценкой стоимости бизнеса компаний из отраслей шеринг-экономики, а также служить отправной точкой для дальнейших исследований в области трансформации собственности.

Методами исследования прикладного проекта являются:

- теоретический анализ различных форматов финансирования компании;
- финансовый анализ состояния бизнеса и макроэкономического фона в стране;
- финансовое моделирование и количественная оценка отобранных стратегических инициатив;
- общий анализ для построения итоговых рекомендаций для топ-менеджмента компании.

В ходе данного прикладного проекта использовалась учебная и академическая литература, современные научные статьи в области корпоративных финансов. Для поиска драйверов и операционных метрик по оценке внешнеэкономического фона использовалась открытая финансовая информация, взятая из опубликованных маркетинговых отраслевых исследований консалтинговыми компаниями. При построении прогнозной финансовой модели бизнеса «Делимобиль» за основу были взяты база данных «СПАРК» и проспект эмиссии, опубликованный самой компанией перед предполагаемым выходом на IPO в конце 2021 года. Основные вычисления производились в Microsoft Excel.

Результатом данного эмпирического исследования станут рекомендации для топ-менеджмента компании для построения стратегического плана развития компании в области изменения структуры собственности.

В Главе 1 «Финансирование компании: основные способы и их характеристики» будут рассмотрены существующие способы финансирования организации, особый акцент будет сделан на долевым типе финансирования, так как именно он подразумевает трансформацию структуры собственности компании. Также будут проанализированы способы финансирования в зависимости от жизненного цикла организации. Такой теоретический анализ поможет сделать выводы о том, какие вообще существуют возможности для компании «Делимобиль» на данный момент с точки зрения привлечения капитала взамен на долю в компании.

В Главе 2 «Отрасль шеринг-экономики и рынок каршеринга» будет проведен анализ среды, в которой ведет свою деятельность «Делимобиль». Это необходимо для того, чтобы понять, как вообще работает бизнес-модель в шеринг-экономике, за счет чего бизнес монетизируется, насколько популярен каршеринг в России, как он развивался и где его будущее. Также в рамках этой главы будут сделаны акценты на самой компании «Делимобиль», а именно на пути развитии, почему вопрос выхода на IPO стал актуальным

и что помешало реализовать такую инициативу в 2021 году. Будут рассмотрены финансовые показатели и метрики компании, чтобы понять, насколько организация вообще устойчива к внешней среде и какие у нее есть проблемы. На этом же этапе станет понятно, на каком этапе жизненного цикла находится «Делимобиль» и, как следствие, какие стратегические инициативы существуют в рамках реализации задачи по долевым финансированию.

В Главе 3 «Оценка бизнеса компании «Делимобиль» на базе исторических данных, опубликованных в проспекте эмиссии, будет произведена оценка стратегических инициатив с помощью построения финансовой модели и будущих денежных потоков компании. Каждый тип долевого финансирования компании имеет свои особенности, в первую очередь, отличается структура управления компанией, различаются средства достижения цели, сама цель также может быть изменена в зависимости от размера привлеченного финансирования. Именно поэтому в Главе 3 будет проанализировано, куда именно стратегически пойдет компания «Делимобиль», и как в зависимости от этого будут меняться поставленные в организации цели. На базе полученной финансовой модели дисконтированных денежных потоков и терминальной стоимости компании будет произведена оценка бизнеса при выборе той или иной стратегической инициативы. Та опция, при которой стоимость бизнеса будет наибольшей, и будет наиболее предпочтительной для реализации в компании «Делимобиль». На базе этих выводов будут построены рекомендации для организации.

Глава 1. ФИНАНСИРОВАНИЕ КОМПАНИИ: ОСНОВНЫЕ СПОСОБЫ И ИХ ХАРАКТЕРИСТИКИ

1.1. Долевое и долговое финансирование как способы привлечения капитала в компанию

Структура собственности каждой компании отражает то, как организован внутренний контроль над бизнесом, и обозначает права и обязанности мажоритарных и миноритарных акционеров и других инсайдеров, имеющих законный и справедливый интерес в этом бизнесе.

Трансформация собственности, в первую очередь, подразумевает изменение порядка управления организацией с юридической стороны, то есть под трансформацией зачастую подразумевается переход доли компании от одного владельца другому. Трансформация может происходить как между текущими владельцами, так и с заинтересованными аутсайдерами. Данное решение сопровождается также и более поверхностными изменениями, такими как разделение, перевод или роспуск целых отделов, которые не обязательно влияют на более глубокую структуру. Компании, которые ищут для себя новые точки для роста на стратегическом уровне, допускают, что передача доли компании субъекту, который имеет больше власти, потенциально может улучшить положение компании в отрасли. Общая цель в каждой реструктуризации состоит в том, чтобы устранить недостатки и объединить преимущества.

При этом надо понимать, что собственники бизнеса ставят перед собой задачу продать долю в своей компании не как самоцель, а в первую очередь, чтобы привлечь в компанию дополнительные деньги, а вместе с ними и возможности для развития. Так, например, предпосылками для продажи части акционерного капитала выделяют ухудшение финансовых показателей, задолженность перед кредиторами, неконкурентоспособность компании, высокая конкуренция в отрасли или же, наоборот, доля в структуре собственности инвестора, который рассчитывает на высокий возврат капитала от очень успешного бизнеса.¹

Как уже упоминалось ранее, проблематику по изменению структуры собственности нужно рассматривать, в первую очередь, с точки зрения цели и задач самой компании по привлечению дополнительных денег в бизнес. Выделяют два основных типа привлечения финансирования — долговое финансирование и долевое финансирование.²

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Брейли Р. Майерс С. Олимп-Бизнес, 2016.

² Maverick J. Equity Financing vs. Debt Financing: What's the Difference? Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2022.

Долговое финансирование — это привлечение денежных средств для оборотного капитала или капитальных затрат от агентов с обязательством полностью вернуть занимаемые денежные средства в определенный промежуток времени с дополнительной премией за пользование этим капиталом.³ Яркими примерами долгового финансирования являются:

- краткосрочные долги (банковский овердрафт);
- долгосрочные долги (банковский кредит);
- варранты;
- классические облигации компаний;
- конвертируемые облигации компаний.

Долевое финансирование — это процесс привлечения капитала за счет продажи доли участия в компании, то есть, продавая долю в бизнесе, эта компания меняет право собственности на наличные денежные средства, которые будут реинвестированы в этот же бизнес.⁴ Основными примерами долевого финансирования являются⁵:

- IPO (первичное публичное предложение);
- M&A (сделки слияний и поглощений);
- венчурный капитал;
- капитал «бизнес-ангелов»;
- акционерный краудфандинг.

Отдельно в теории корпоративных финансов выделяется также мезонинное финансирование, которое представляет собой промежуточный инструмент между долговым и долевым финансированием.⁶ Мезонинное финансирование даёт кредитору право конвертировать выданную сумму в долю в капитале компании.⁷ Как правило, такая практика случается после выплаты вознаграждения венчурным инвесторам и старшим кредиторам.⁸ Также в некоторых странах отдельно выделяется такой типа долевого финансирования как SBIC (The Small Business Investment Company).⁹ Особенно популярна

³ Теплова Т. Эффективный финансовый директор, учебно-практическое пособие, 2008, изд. ЮРАЙТ. Глава 5. Создание стоимости финансовыми решениями.

⁴ Banton C. Equity Financing. Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2022.

⁵ Carlson R. 7 Types of Equity Financing for Small Business. Avoid Loans and Other Debt by Financing With Equity. Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2020.

⁶ Там же.

⁷ Мезонинное финансирование (Mezzanine Financing) [Электронный ресурс] // Esfcco.com. — URL: <https://esfcco.com/projects/konsalting/mezoninnoe-finansirovanie-mezzanine-financing> (дата обращения: 23.01.2022).

⁸ Что такое мезонинное финансирование. Объясняем простыми словами [Электронный ресурс] // Secretmag. — URL: <https://secretmag.ru/enciklopediya/chto-takoe-mezoninnoe-finansirovanie-obyasnyаем-prostymi-slovami.htm> (дата обращения: 23.01.2022).

⁹ Carlson R. 7 Types of Equity Financing for Small Business. Avoid Loans and Other Debt by Financing With Equity. Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2020.

такая инвестиционная программа на рынке США — это некий формат государственно-частного партнерства, в рамках которой учрежденные и управляемые частными лицами венчурные компании, дают компаниям инвестиции в акционерный капитал или предоставляют займы на развитие компании. Данные агенты рынка в большинстве своем специализируются на компаниях, которые находятся только лишь на ранних этапах своего развития.¹⁰

Чаще всего перед компаниями не стоит выбор использовать либо доленое финансирование, либо долговое финансирование, поскольку бизнес может финансироваться разными путями. Именно поэтому зачастую компании используют комбинацию долгового и долевого финансирования. При этом надо подчеркнуть, что у каждого способа есть свои преимущества. Так, например, использование заемных средств не требует отказа от части своего бизнеса, это определенное преимущество для собственников компании. Что касается акционерного капитала, то продажа части бизнеса, наоборот, не влечет за собой никаких обязательств по возврату этого долга и, обеспечивая при этом дополнительные оборотные средства на развитие бизнеса, но и плата за это довольно высока — собственник не сможет в одиночку принимать все решения в компании, все равно так или иначе придется делиться своей прибылью и общаться с новыми партнерами.¹¹

В рамках данного прикладного проекта, который делается для компании «Делимобиль», не стоит задачи по нахождению оптимальной структуры капитала. Компания уже для себя приняла решение, что для своего дальнейшего развития будет продавать долю. Именно поэтому далее в работе будет сделан акцент на доленых способах изменения структуры собственности.

1.2. Исследование способов долевого финансирования для принятия решения по изменению структуры собственности компании

Как уже было рассмотрено в предыдущем параграфе, основными формами долевого финансирования компании являются IPO, M&A, венчурный капитал, капитал «бизнес-ангелов» и акционерный краудфандинг. При этом в работе не будет анализироваться мезонинное финансирование и финансирования SBIC ввиду своей непопулярности в России. В дальнейшем каждый из вышеупомянутых способов трансформации структуры собственности будет рассмотрен более детально. Такой теоретический анализ необходим для того, чтобы впоследствии оценить применимость этих способов непосредственно в

¹⁰ Поваров Д. Венчурное инвестирование малых инновационных предприятий. Вестник Астраханского государственного технического университета. 2005.

¹¹ Maverick J. Equity Financing vs. Debt Financing: What's the Difference? Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2022.

компании «Делимобиль», сделать определенные выводы на основании жизненного цикла компании и перейти к оценке конкретных стратегических инициатив.

1.2.1. IPO. Первичное публичное размещение акций

IPO — это процесс первичного размещения акций на фондовом рынке, который сопровождается трансформацией компании или ее части из частной собственности в публичную. Менеджмент компании решает на IPO с целью привлечения капитала, который можно реинвестировать в бизнес.

Цена акции устанавливается в результате работы и оценке бизнеса инвестиционными банками. Самым главным этапом является оценка справедливой стоимости компании и определение той доли, которая будет отдана на публичное размещение.¹² Здесь необходимо понимать, что доля публично торгуемых акций должна быть меньше контрольного пакета, чтобы у собственников оставалось право преобладающего голоса. По итогам этой работы будет объявлена начальная цена акций, инвесторы смогут начать торговать акциями, когда произойдет листинг.

Выход на биржу несет за собой ряд преимуществ, а именно:

- Полученный финансовый капитал можно использовать для финансирования новых исследований (НИОКР), погашения долговых обязательств, увеличения оборотных средств и пр.;
- Каждое новое размещение на фондовой бирже очень широко афишируется в средствах массовой информации, банки агитируют участие в размещении, так как борются за своих клиентов;
- Публично торгуемой компании легче получать дополнительное финансирование — secondary offerings, bonds, bank loans.

Основным недостатком является обязательное раскрытие большого количества внутренней информации для инвесторов в том числе своих финансовых и операционных показателей. Каждые действия менеджмента компании подвергаются тщательному анализу со стороны инвесторов ввиду постоянного желания заработать либо на падении, либо на росте акций компании. Также в качестве недостатка можно выделить «налог на публичность» — высокая стоимость поддержания статуса публичной компании (листинг на международной бирже, команда Investor relations, Internal controls, Internal audit, IFRS team — это все дополнительные и дорогие издержки), выстраивание системы оперативного раскрытия информации тоже стоит денег и времени у сотрудников.

¹² Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже [Электронный ресурс] // PWC. — URL: <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf> (дата обращения: 01.02.2022).

Если говорить про сам процесс первичного размещения акций¹³, то его можно разделить на 2 основных этапа:

1. Подготовка к IPO. Данный этап включает в себя принятие решение о выборе фирм, с помощью которых будет произведен листинг. Так, например, нужно определиться с компаниями-партнерами при проведении IPO: инвестиционные банки, юридические консультанты компании и андеррайтера, аудиторская фирма, PR агентство, маркетинговое агентство. Также в рамках этого этапа происходит ревизия систем бюджетирования, аудиторская проверка, оценка эффективности управленческого учета.
2. Процесс выхода на биржу. Все начинается с того, что перед всеми участниками сделки первичного размещения, партнерами и подрядчиками ставится задача подготовки сопроводительных документов, а именно финансовых данных для инвестиционного банка, юридическая проверка финансово-хозяйственной деятельности (due diligence), презентация для инвесторов, проспект эмиссии. Именно последний документ имеет особую значимость, потому что он публикуется перед IPO, и в него включена фактически вся основная информация о бизнесе. Также данный документ нужен и для регулятора. Далее выходящая на IPO компания проводит «роудшоу» — встречается с брокерами и институциональными инвесторами, чтобы обеспечить успешную эмиссию. После этого руководители компании вместе с инвестиционным банком утверждают окончательную цену размещения на базе различных методов (как правило, это модель дисконтированных денежных потоков и сравнительный анализ через рыночные мультипликаторы). После утверждения цены объявляется дата размещения, которая афишируется в открытом пространстве с помощью PR агентства.

Отдельно стоит отметить о существовании альтернативы IPO, которая по своей механике очень похожа на своего старшего брата. За последние несколько лет аббревиатура SPAC все чаще стала мелькать в профессиональных журналах и использоваться в речи представителей бизнеса. Такие сделки подходят для инновационных компаний с большими перспективами для дальнейшего роста, которые хотят в короткий срок привлечь финансирование.¹⁴ SPAC — специализированная компания по целевым слияниям и поглощениям; такая компания не осуществляет какую-либо операционную деятельность,

¹³ Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже [Электронный ресурс] // PWC. — URL: <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf> (дата обращения: 01.02.2022).

¹⁴ SPAC как альтернатива IPO [Электронный ресурс] // If24. — URL: <https://www.if24.ru/spac-kak-alternativa-ipo/> (дата обращения: 30.01.2022).

ее главная цель — вывод на биржу выбранной частной компании путем слияния.¹⁵ Другим языком, SPAC — это некая оболочка, которая пустая внутри и которая ищет другую компанию, которую она может поместить внутрь, сделав её торгуемой на бирже, минуя процедуру стандартного IPO.

Механика таких сделок очень проста: сначала некий человек организует собственную компанию SPAC, как правило это некая медийная личность, которая за счет этого PR выводит свою же компанию на IPO. За собой этот бизнесмен оставляет около 20% акций, а на деньги, полученные от инвесторов, финансирует новую сделку с той компаний, которая согласна стать публичной. После того как такая компания была найдена, происходит еще одна сделка слияния — между SPAC и таргетом, по результатам которой уже совместный бизнес начинает торговаться на бирже под новым тикером.

Привлечённых в SPAC средств хватает, как правило, на 25-35% поглощаемой компании. При этом оставшаяся часть финансируется со стороны институциональных инвесторов или других акционеров, которых находит спонсор.¹⁶

1.2.2. M&A. Сделки слияний и поглощений

Сделки слияний и поглощений — это общий термин, описывающий консолидацию компаний или активов посредством различных типов финансовых операций. Дадим определения каждому термину по отдельности.

Слияние — это процесс создания нового юридического лица, которое впоследствии становится собственником всех обязанностей и прав реорганизованных компаний, которые в этом случае прекращают свое существование.¹⁷

Поглощение — это процесс приобретения компанией-поглотителем иной компании-таргета, в ходе которого покупатель становится владельцем контрольного пакета акций приобретаемой фирмы, а продавец получает взамен чаще всего денежные средства или любой другой актив, предусмотренный договором.¹⁸

При продаже бизнеса часть собственности компании-таргета или весь бизнес целиком переходит в собственность нового владельца. В случае продажи доли встает вопрос: чем именно компании может помочь новый инвестор?

¹⁵ С чистого листа. Что такое SPAC // Bcs-express. — URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/s-chistogo-lista-cto-takoe-spac> (дата обращения: 30.01.2022).

¹⁶ Как IPO, только без IPO: чем традиционный выход на биржу уступает набирающему популярность SPAC [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/finance/175401-kak-ipo-tolko-bez-ipo-chem-tradicionnyu-vygod-na-birzhu-ustupaet-nabirayushchemu-populyarnost-spac> (дата обращения: 30.01.2022).

¹⁷ Реорганизация юридического лица [Электронный ресурс] // Audit-it. — URL: https://www.audit-it.ru/terms/agreements/reorganizatsiya_yuridicheskogo_litsa.html (дата обращения: 16.02.2022).

¹⁸ Там же.

Ответ заключается в эффекте синергии — при покупке доли в бизнесе важное значение имеет тот факт, что администрирование организацией происходит уже не в одиночку, потому что есть еще люди, принимающие решения, чьи голоса должны учитываться. Результат совместных усилий часто приводит к формированию устойчивых конкурентных преимуществ и росту компании.

В качестве основного недостатка такой модели можно выделить сложность и необходимость к адаптации менеджмента компании к управлению по-новому коллегиально. Далеко не всегда удается найти компромисса в этом вопросе.

Процесс продажи компании достаточно сложен, потому что требует подтверждения и одобрения всех сторон сделки. Этот процесс можно описать следующим образом:

1. В первую очередь руководители компании, желающие привлечь долевое финансирование, готовят тизер-документ, который включает всю основную открытую информацию о компании. Этот документ отправляется широкому кругу потенциальных инвесторов. Задача данного этапа: привлечь внимание как можно большего числа покупателей/инвесторов для того, чтобы «подогреть» спрос и повысить цену, так как конечная цель — продать компанию клиента по максимально возможной оценке.
2. После появления интереса у покупателя, продавец должен подписать соглашение о неразглашении информации (NDA), в котором фиксируются договоренности о нераспространении предоставленной информацией, так как она является конфиденциальной и инсайдерской.
3. Далее продавец отправляет покупателю меморандум о конфиденциальности (CIM), в котором содержится вся закрытая информация о бизнесе, все финансовые цифры и данные из управленческого учета.¹⁹
4. На базе полученного инвестиционного меморандума и комплексной проверки бизнеса экспертами проводится серия переговоров, цель которых договориться о наиболее оптимальной оценке бизнеса. Сторона продажи стремится достичь максимально возможной оценки, тогда как сторона покупки пытается «сбить» эту цену. В случае нахождения компромисса по стоимости обе стороны должны подписать окончательное соглашение, подготовленное юристами, с подробным описанием прав, обязанностей и окончательной стоимостью. Далее весь процесс

¹⁹ Инвестиционный тизер и меморандум [Электронный ресурс] // Мкpcп. — URL: <https://mkpcn.ru/services/finans-consalting/investicionnyj-tizer-i-memorandum> (дата обращения: 16.02.2022).

переходит в операционно-техническое русло передачи бизнеса новому владельцу, то есть начинается процесс интеграции компании-таргета.

Отдельно стоит упомянуть, что далеко не все сделки заканчиваются полной продажей компании, то есть не всегда передается 100% доли компании покупателю. Чаще всего при привлечении дополнительных долевых инвестиций ограничиваются поиском стратегического инвестора, который готов купить значительную долю в бизнесе компании, при этом он сам имеет ресурсы и желание для того, чтобы конкретно этот бизнес развивать.

Стратегический инвестор:

- хочет получить дополнительные выгоды для своего основного вида деятельности; дополнить свой продукт или экосистему продуктов;
- принимает активное участие в управлении компанией;
- чаще всего инвестирует в компании из смежных отраслей;
- не ограничен конкретными сроками участия в капитале другой компании.²⁰

В России стратегические инвесторы представлены крупными транснациональными компаниями, которые хотят получить контроль над самыми перспективными национальными проектами. Однако стоит отметить, что в случае вхождения в капитал крупного бизнеса сама компания-таргет также получает определенные преимущества, так как в таком случае упрощается доступ к активам, партнерам, контактам, которыми владеет стратегический инвестор.

Если говорить про процедуру поглощения доли компании, то она почти не отличается от полного поглощения. Стороны должны пройти все те же самые этапы, отличие лишь в том, что в конечном соглашении прописываются права и обязанности обеих сторон, здесь же фиксируются роли менеджмента в рамках корпоративного управления, выплаты дивидендов, а также определенные преимущества собственника после продажи компании.

1.2.3. Венчурный капитал

Современные организации на старте своего развития привлекают инвестиции на развитие взамен на долю компании. Оценка бизнеса является важным вопросом для обеих сторон и обычно называется «оценкой до получения денег». Основными источниками венчурного капитала являются венчурные фирмы. Такой капитал обеспечивает долгосрочный, выделенный акционерный капитал, чтобы помочь компаниям, не котирующимся на бирже, расти и добиваться успеха.

²⁰ Волков А. Инвестиционные проекты: от моделирования до реализации. Издательство Вершина. 2006

Венчурные капиталисты предпочитают инвестировать в «предпринимательский бизнес». Это не обязательно означает малый или новый бизнес. Скорее, речь идет об инвестиционных стремлениях и потенциале роста, а не о текущем размере. Такие предприятия стремятся быстро вырасти до значительных размеров. Как правило, если бизнес не может предложить перспективу значительного роста оборота в течение пяти лет, он вряд ли заинтересует венчурную фирму.²¹

Механика работы очень проста: венчурные компании покупают долю в собственности компании, взамен предоставляют деньги на развитие. Доход венчурного инвестора как акционера зависит от роста и прибыльности бизнеса. Этот доход обычно зарабатывается, когда венчурный капиталист «выходит», продавая свой пакет акций, когда бизнес продается другому владельцу.

Венчурный капиталист может потратить достаточно много времени на процедуру «дью дилидженс» перед тем, как инвестировать какие-либо денежные средства. Такая процедура включает в себя четыре аспекта:

- Оценка руководства;
- Анализ рынка;
- Оценка продукта/услуги;
- Финансовый анализ.

При оценке менеджмента венчурный инвестор может неоднократно встречаться с сотрудниками компании, проводит аудит операционного процесса. Отдельно анализируется внешний фон вокруг компании, конкуренты и позиция на рынке. Зачастую в рамках процесса «дью дилидженс» привлекаются консалтинговые фирмы, которые специализируются на этом процессе. С помощью таких агентств анализируются продукты компании, их ценообразование, конкурентоспособность, непосредственно физически посещаются активы компании, запрашивается информация с банковских счетов, от кредиторов, подрядчиков и клиентов. В конечном итоге формируется подробный отчет, который содержит всю информацию об организации.

Забегая немного вперед, по сравнению с бизнес-ангелами венчурные капиталисты предъявляют более строгие требования к предпринимателям, которые хотят нарастить финансирование за счет доли в бизнесе. В первую очередь, необходимо понимать, что венчурные капиталисты занимаются этим делом не в качестве хобби, а делают это профессионально, при этом вся деятельность осуществляется не от лица частного инвестора, а от лица всей фирмы, поэтому отношение и внимание к каждому проекту более

²¹ Аммосов Ю. Венчурный капитализм: от истоков до современности, – СПб.: РАВИ, 2004.

серьезное. Венчурные капиталисты несут фидуциарную ответственность перед своими инвесторами в отличие от бизнес-ангелов, которые отвечают лишь перед своими собственными действиями, ведь это их личные деньги.²²

Выбор наиболее подходящего инвестора — достаточно сложный процесс, перед которым предпринимателю необходимо составить список венчурных фирм, инвестиционные профили которых соответствуют его ситуации и потребностям.²³ В случае, если местные фирмы предложение предпринимателя не находят интересным, это может означать, что либо местные венчурные капиталисты не хотят инвестировать в данную отрасль, либо венчурные фирмы не видят потенциал в таком проекте. Во втором случае имеет смысл посмотреть на иные варианты долевого финансирования. Идеальный вариант — это тот, когда инвестор специализируется на том виде деятельности, в рамках которой ведет бизнес предприниматель. Большая ошибка в том, что стартап не демонстрирует венчурным капиталистам свои перспективы, а говорит лишь о том, что он успешен сейчас. Инвесторы не будут финансировать компанию, если в ходе переговоров выяснится, что ее целевой рынок слишком узок, спрос ограничен, а маржа незначительна, даже несмотря на то, что сейчас в моменте этот бизнес генерирует хороший положительный денежный поток. Когда компания работает на зрелом рынке, где сконцентрировано несколько больших игроков, инвесторы с большой долей вероятностью посчитают, что возможности либо ограничены, либо уже упущены, поэтому для игроков, желающих привлечь доленое финансирование с помощью венчурного капитала, необходимо уверенно говорить про будущие перспективы проекта, о том, почему этот проект будет лучше и успешнее конкурентов через несколько лет.²⁴

1.2.4. Капитал «бизнес-ангелов»

«Бизнес-ангелы» или объединения «бизнес-ангелов» — это состоятельные лица с большим управленческим и предпринимательским опытом, которые в силу разных причин вкладывают свои денежные средства и опыт в инновационные бизнес-идеи новичков.²⁵ Эти люди могут одновременно вести сразу несколько проектов и получать с них доход. «Бизнес-ангелы» оценивают потенциал развития стартапа, изучают, насколько он жизнеспособен на практике, и дают импульс для его роста. Объектами являются интересные и новаторские

²² Котлер Ф., Янг Д., Картаджайя Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблишер. 2009.

²³ Там же.

²⁴ Котлер Ф., Янг Д., Картаджайя Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблишер. 2009.

²⁵ Бизнес-ангелы [Электронный ресурс] // Borovic. — URL: https://www.borovic.ru/index_p_7_p_4.html (дата обращения: 16.02.2022).

идеи от предпринимателей, которые уже имеют минимальный жизнеспособный продукт MVP.

Исходя из своих собственных предпочтений бизнес-ангелы могут выступать как в качестве активных, так и в качестве пассивных инвесторов. Если первые не участвуют в деятельности объектов инвестирования, то вторые выступают в роли менторов, а иногда становятся членами управленческой команды и участвуют в принятии ключевых стратегических решений.²⁶ «Бизнес-ангелы» вместе с собственниками бизнеса участвуют в тестировании гипотез по продвижению и развитию продукта, то есть принимают непосредственное участие в развитии этого стартапа. В отличие от венчурных фондов, «бизнес-ангелы» принимают непосредственное участие в развитии бизнеса. Предприниматели получают не только деньги за долю в капитале, но еще и учатся, причем учатся непосредственно на практике под руководством опытных менторов, которые делятся с подопечными опытом, показывают ошибки и передают навыки деловых коммуникаций. «Бизнес-ангел» позволяет избежать фатальных ошибок и оптимизировать работу рабочей группы проекта.

Для того, чтобы создать качественные рабочие взаимоотношения в паре «предприниматель – активный бизнес-ангел» необходимо выполнение четырех ключевых условий. В первую очередь, инвестор должен обладать глубокими профессиональными знаниями и навыками, которые перехватывает основатель бизнеса. Во-вторых, у бизнес-ангела должны быть налажены связи с поставщиками, потенциальными крупными клиентами для того, чтобы суметь за счет уже наработанных контактов расширить бизнес. В-третьих, без хорошего взаимопонимания между инвестором и бизнесменом не удастся быть успешным в развитии проекта, потому что потенциальные конфликты могут оттолкнуть людей от главной цели — развития стартапа. И, наконец, предприниматель должен быть обучаемым, воспринимать конструктивную критику и использовать советы, а не воспринимать все комментарии профессионала как негатив в свою сторону.²⁷

Перспектива материального вознаграждения является основной мотивацией для бизнес-ангелов. Ожидания инвесторов — увеличение вложенных инвестиций в проект в пять раз за пятилетний срок. Такие достижения удаются далеко не всем, однако это то эмпирическое правило, к которому стремятся инвесторы.²⁸ Несмотря на то, что у ангелов не принято напрямую говорить о финансовой заинтересованности, такая мотивация очень четко видна — во-первых, рациональные инвесторы всегда ждут отдачи от вложенных

²⁶ Котлер Ф., Янг Д., Картаджайя Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблицер. 2009.

²⁷ Там же.

²⁸ Там же.

денежных средств. Во-вторых, чисто статистически бизнес-ангелы предпочитают именно те ниши, в которых потенциал роста выше. В отличие от венчурных капиталистов ангелы придают гораздо меньше значения финансовым прогнозам, потому что они в большей степени полагаются на собственную интуицию и опыт, принимая те или иные решения. Стандартные пожелания по годовой доходности — обычно в пределах от 25 до 50%.²⁹

Бизнес-ангелов можно классифицировать на несколько типов:³⁰

- Ангелы-предприниматели — тот тип инвесторов, который готов нести большие риски, вкладывая деньги в проект, при этом зачастую вследствие диверсификации рисков они берут на себя сразу несколько проектов, не вмешиваются в их повседневное управление, но настаивают на представительство в совете директоров компании;
- Ангелы-любители — пассивные инвесторы, для которых участие в капитале стартапов является не основным видом деятельности, а хобби;
- Ангелы-специалисты — данный тип инвесторов фокусируется на одной конкретной области, чаще всего они принимают активное участие в проекте и делятся с предпринимателями своим опытом;
- Ангелы-альтруисты — такими инвесторами движет в большей степени личностное желание помогать предпринимателям нежели материальное вознаграждение;
- Ангелы-члены синдикатов — коллективные пассивные инвесторы, чаще всего консолидируют свои финансовые средства для того, чтобы инвестировать их в развивающиеся стартапы.

1.2.5. Акционерный краудфандинг

Акционерный краудфандинг — это модель финансирования бизнеса, которая предполагает возможность инвестирования небольших сумм в бизнес обычными частными инвесторами на специально созданных для этого платформах. Этот формат удобен тем, что компании не нужно находиться в долгих поисках больших денежных средств от крупных инвесторов, ведь можно собрать деньги за счет большего числа частных инвесторов.³¹ Реализация такого типа долевого финансирования осуществляется на специализированных платформах. Компании выпускают акции типа А и В для размещения на платформе.

²⁹ Котлер Ф., Янг Д., Картаджая Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблишер. 2009.

³⁰ Там же.

³¹ Black M., Tarver J. Equity Crowdfunding: What Is It & How Does It Work? [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.com/advisor/business-loans/equity-crowdfunding/> (дата обращения: 18.02.2022).

Владельцы акций типа А могут голосовать на общих собраниях акционеров, владельцы акций типа В не имеют права голоса, но могут получать дивиденды.

Такой формат долевого финансирования требует особое внимание на соблюдение всех административных процедур. Регламент предполагает, что бизнес работает исключительно с зарегистрированным SEC брокером-дилером (портал для краудинвестиций). Также существует верхняя граница по инвестициям — не более \$5 млн., и ограничения на сумму от частных неаккредитованных инвесторов в зависимости от дохода своего бизнеса.³²

У данного способа есть определенные преимущества. Так, например, на продажу выставляются не голосующие обыкновенные акции, которые не позволяют инвесторам принимать какие-то решения в бизнесе. Помимо этого, краудфандинг представляет собой хороший маркетинг. Поскольку инвесторами являются обычные люди, они зачастую, сами того не осознавая, начинают продвигать этот продукт. Также для того, чтобы разместиться на платформе с краудинвестициями, нужно качественно о себе заявить — такие промо кампании очень хорошо сказываются на бизнесе в целом.

Безусловно акционерный краудфандинг имеет также свои недостатки. Так, например, такой способ долевого финансирования также предполагает размещение всех финансовых отчетов в открытом доступе, что несет определенные риски для компании, так как вся информация будет доступна не только для инвесторов, но и для конкурентов. Помимо этого, бизнес несет высокие юридические, бухгалтерские, платформенные и маркетинговые расходы, которые далеко не факт, что окупятся, так как нет гарантий того, что, во-первых, нужный капитал будет собран, а, во-вторых, что собранные денежные средства будут иметь такую же рентабельность, как и планировалось.

Рассмотрим подробнее механизм акционерного краудфандинга, а именно процесс привлечения средств на специализированных сайтах-платформах:

1. Предприниматели, желающие нарастить финансирование своего проекта, регистрируются на специализированных сайтах и подают заявку на краудфандинг, к которой прилагают все необходимые документы;
2. Проверку полученной заявки осуществляет сама платформа. В эту проверку входит финансовый анализ, осуществляется построение финансовой модели, в рамках которой проверяется оценка стоимости бизнеса и стоимость акций. Такой тщательный контроль необходим для того, чтобы на IT площадке не размещались проекты-однодневки. Для осуществления такого контроля используются силы самих

³² Котлер Ф., Янг Д., Картаджайя Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблишер. 2009.

сотрудников платформы, либо же этот функционал отдается на аусорсинг, если же сама платформа не имеет ресурсов для выполнения такой задачи. По итогам проверки заявка предпринимателя может быть как одобрена, так и отклонена.³³

3. После получения одобрения от платформы команда предпринимателей устанавливает финальную цель, то есть сумму, которую необходимо собрать, публикует видеоролик о проекте и прикладывает материалы для авторизованных инвесторов: бизнес-план, финансовая модель и финансовая отчетность.
4. Ход торгов делится, как правило, на два этапа — сначала предлагается выкупить долю стартапа ближайшим знакомым эмитента и более крупным инвесторам в ходе закрытых торгов, далее оставшаяся часть предлагается на открытых торгах, которые очень активно продвигаются среди участников самой платформы посредством интернет-рассылок по электронной почте и публикации информации в социальных сетях.³⁴ Именно качественный маркетинг помогает достичь поставленной цели — чем больше мелких инвесторов заинтересуются проектом, тем с большей долей вероятности будет привлечена необходимая сумма денег.
5. По итогам проведенной кампании по сбору средств все деньги направляются предпринимателю-эмитенту, который передает инвесторам акции на сумму собранных средств пропорционально их вложениям.

Наибольшее распространение акционерный краудфандинг получил в Великобритании, в США в связи со сложностями регулирования практически не используется. В России в большей степени популярен благотворительный краудфандинг. Так, например, выделяют четыре типа краудфандинга в зависимости от способа привлечения денежных средств:

- Благотворительный краудфандинг;
- Условно-возвратный краудфандинг;
- Краудлендинг;
- Акционерный краудфандинг

Отдельно стоит отметить, что все прочие способы привлечения финансирования с помощью краудфандинга не являются долевыми, а значит и не являются объектом исследования данного прикладного проекта. В случае с благотворительным краудфандингом проекты чаще всего имеют социальную роль, инвесторы не получают никакого возврата на инвестиции. При условно-возвратном типе вознаграждение чаще

³³ Патласов О. Краудфандинг: виды, механизм функционирования. Перспективы народного финансирования в России. 2015.

³⁴ Там же.

всего несет символическую роль, предоставляется предпринимателями. Краудлендинг — долговой тип финансирования, когда большая группа заинтересованных физических лиц дает деньги в долг предпринимателям на конкретный проект.

1.3. Сравнение инструментов долевого финансирования как способов изменения структуры собственности компании

В предыдущих абзацах были рассмотрены различные стратегические возможности, которые могут использоваться в компаниях, когда бизнес ставит перед собой задачу привлечь дополнительное финансирование посредством продажи доли в компании.

В этом параграфе будет проведен сравнительный анализ этих инструментов, который поможет выявить преимущества и возможные ограничения использования. Данная информация мне понадобится позднее для приложения этой теоретической базы на кейс компании «Делимобиль» в рамках консалтингового проекта.

Таблица 1. Сравнительная таблица различных вариантов трансформации собственности

Формат трансформации собственности	Преимущества	Ограничения
ИРО	<ul style="list-style-type: none"> • Привлекает большое внимание общественности, так как попадание в список известных бирж Nasdaq или NYSE — большое событие особенно для крупного и именитого игрока • Возможность привлечь крупную сумму денег по сравнению с другими типами финансирования 	<ul style="list-style-type: none"> • Продолжительная процедура, которая отнимает от 1 года и более • Недоступно для проектов на ранних стадиях
М&А	<ul style="list-style-type: none"> • Полный контроль над стоимостью и условиями продажи компании • Возможность привлечь в бизнес партнеров с 	<ul style="list-style-type: none"> • Продолжительная процедура, связанная с поиском покупателя и согласования всех условий

Продолжение Таблицы 1.

	<p>новыми компетенциями, которые позитивно повлияют на бизнес</p> <ul style="list-style-type: none"> • Возможность реализовать продажу доли фирмы стратегическому инвестору 	<ul style="list-style-type: none"> • Возможные проблемы внутри предприятия и вероятность корпоративного конфликта
Венчурный капитал	<ul style="list-style-type: none"> • Доступны для проектов на ранних стадиях развития с большим потенциалом роста в будущем • Более строгие требованиям к предпринимателям по сравнению с капиталом бизнес ангелов, при этом суммы инвестиций существенно больше 	<ul style="list-style-type: none"> • В некоторых случаях инвесторы могут потребовать ROI в течение 3–5 лет • Венчурные капиталисты несут фидуциарную ответственность перед своими инвесторами в отличие от бизнес-ангелов
Капитал «бизнес-ангелов»	<ul style="list-style-type: none"> • Доступны для проектов на ранних стадиях развития • Получение быстрых денег на развитие проекта • Получение опыта и знаний от гуру бизнеса 	<ul style="list-style-type: none"> • Неопределенность в оказанных экспертных услугах: так как «бизнес-ангел» часто принимает непосредственное участие в бизнесе, не всегда получается найти компромисс между мнениями собственника и «бизнес-ангела»

Продолжение Таблицы 1.

Акционерный краудфандинг	<ul style="list-style-type: none"> • Доступны для проектов на самых начальных стадиях развития • Отсутствие необходимости в поиске крупных инвесторов • Быстрый сбор средств в случае успешных маркетинговых кампаний <p>Рост количества лояльных покупателей из числа инвесторов</p>	Высокие юридические, административные и маркетинговые издержки
--------------------------	--	--

Составлено по: Аммосов Ю. Венчурный капитализм: от истоков до современности, – СПб.: РАВИ, 2004, Слияние и поглощение компаний [Электронный ресурс] Valen-legal. — URL: <https://valen-legal.com/ru/news/sliyanie-i-pogloshhenie-kompanij/> (дата обращения: 22.02.2022), Ильяшенко А. Что такое венчурные инвестиции и как они помогают компаниям найти деньги в самом начале работы [Электронный ресурс] Mc.Today. — URL: <https://mc.today/venchurnye-investitsii/> (дата обращения: 22.02.2022), Кузнецов И. Инвестиции в стартапы без венчурных инвесторов: как устроен рынок краудинвестинга [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/finance/222366-investicii-v-startapy-bez-venchurnyh-investorov-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga> (дата обращения: 22.02.2022).

Исходя из приведенных данных в таблице выше можно сделать вывод, что для каждого этапа развития компании характерен тот или иной инструментарий привлечения финансирования взамен на долю в компании.

В Таблице 1 также упоминалось, что одни виды долевого финансирования подходят на начальных стадиях, другие предназначены уже для состоявшегося бизнеса. Если посмотреть на способы долевого финансирования в зависимости от жизненного цикла организации, то можно сказать, что на самых начальных этапах предприниматели используют акционерный краудфандинг. Этот этап обычно начинается со стадии исследований и разработок, то есть по факту как такового продукта еще нет, есть

определенная идея и концепция. Основатель стартапа хочет, чтобы в эту идею также поверили и другие обычные люди и купили небольшую долю в бизнесе. Акционерный краудфандинг актуален вплоть до появления MVP и первых продаж компании. Суммы инвестиций малы, риски для инвесторов очень велики, но и потенциальная доходность от таких инвестиций в случае успеха проекта может быть существенно выше среднерыночной.

Переход на следующую стадию развития требует привлечения внешнего капитала, обычно в виде прямых инвестиций. Самый распространенный источник прямых инвестиций — деньги бизнес-ангелов.³⁵ Когда компания начинает увеличивать объемы продаж и входит в стадию быстрого роста, в данном случае бизнес-ангелы уже не в состоянии полностью финансировать, а значит и удовлетворять пожелания предпринимателя в капитале, поэтому в таком случае подключаются венчурные капиталисты. Сам механизм достаточно схож, поэтому в случае привлечения капитала как от бизнес ангелов, так и от венчурных фирм, необходимо пройти процедуру «дью дилидженс». Однако поскольку венчурный капитал существенно больше капитала бизнес-ангелов, такая процедура занимает больше времени и проводится более тщательно.³⁶

Если фирма продолжает быть успешной и закрепляется на рынке, то она находится в дальнейшем поиске ресурсов для своего финансирования роста. Для таких фирм открывается рынок M&A. Как уже было сказано ранее, далеко не обязательно продавать компанию полностью, достаточно найти стратегического инвестора и продать лишь часть компании. Так как у компании к этому моменту растут продажи, то растут и прогнозы на будущее, следовательно, в целом стоимость такого бизнеса будет больше, потому что фирма демонстрирует стабильный денежный поток.

Финальной стадией для любой компании является выход на биржу. Для любой организации IPO — это поворотный момент для изменения размера компании, ее операций и финансирования.³⁷ Именно на данном этапе бизнес может нарастить наибольшее количество денежных средств. Стадия роста после IPO, как правило, характеризуется увеличением доходов и устойчивостью бизнеса.

Таким образом, с точки зрения жизненного цикла по И. Адизесу на самых ранних стадиях «Выхаживание» и «Младенчество» наиболее оптимальным выбором долевого финансирования является акционерный краудфандинг.³⁸ На стадии «Давай-давай»

³⁵ Котлер Ф., Янг Д., Картаджая Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблишер. 2009.

³⁶ Там же.

³⁷ Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже [Электронный ресурс] // PWC. — URL: <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf> (дата обращения: 01.02.2022).

³⁸ Траченко М., Кожанова А. Специфика структуры финансирования стартапов на разных стадиях их жизненного цикла [Электронный ресурс] // Researchgate. — URL:

оптимальным выбором может стать капитал бизнес-ангелов. Юность и расцвет предполагают привлечение венчурных инвестиций.³⁹ Также в период расцвета используется капитал стратегических инвесторов. М&А и IPO — кульминация развития компании, доступны на стадии стабильности.⁴⁰ В рамках анализа сейчас, как и ранее, долговые способы финансирования берутся «за скобки», хотя безусловно фирма чаще всего финансируется смешанным образом. Таким образом, концентрируясь именно на долевым типам привлечения капитала, можно сделать вывод, что чтобы понять, как именно дальше компания должна привлекать капитал, нужно провести ее финансовый анализ и определить ее стадию развития.

Для того, чтобы проанализировать популярность долевого финансирования было принято решение проанализировать объемы таких сделок по миру и по России. Результаты приведены в Таблице 2.

Таблица 2. Статистика по совершенным сделкам в мире за 2020-2021 гг.

	Мир	
	2020	2021
IPO	\$330 млрд.	\$608 млрд
M&A	\$3 566 млрд.	\$5 857 млрд.
Венчурный капитал	\$335 млрд.	\$643 млрд.
Капитал «бизнес-ангелов»	\$25 млрд.	\$29 млрд.
Краудфандинг	\$113 млрд.	n/a

Составлено по: [Global IPO Watch [Электронный ресурс] // PWC. — URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/global-ipo-watch.html> (дата обращения: 22.02.2022), Value of mergers and acquisition (M&A) transactions worldwide from 2010 to 2021 [Электронный ресурс] Statista. — URL: <https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/> (дата обращения: 22.02.2022), Global Venture Funding And Unicorn Creation In 2021 Shattered All Records [Электронный ресурс] // News.Crunchbase. — URL: <https://news.crunchbase.com/news/global-vc-funding-unicorns-2021-monthly-recap/> (дата обращения: 22.02.2022), UNH Finds Angel Investor Market on the Rise in 2020 [Электронный ресурс] // Unh.Edu. — URL: <https://www.unh.edu/unhtoday/news/release/2021/05/19/unh-finds-angel-investor-market-rise-2020> (дата обращения: 22.02.2022), Crowdfunding: an opportunity

https://www.researchgate.net/publication/337722923_Specifics_of_Startup_Financing_at_Different_Stages_of_the_Life_Cycle (дата обращения: 01.02.2022).

³⁹ Там же.

⁴⁰ Котлер Ф., Янг Д., Картаджайя Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблишер. 2009.

to increase access to finance for MSMEs in ACP countries [Электронный ресурс] // Icr-facility. — URL: https://www.icr-facility.eu/fileadmin/files/downloads/icreports/icreport_crowdfunding_english.pdf (дата обращения: 22.02.2022)].

Исходя из анализа данной таблицы можно заметить очень скоростную динамику развития M&A — лидеры по объему совершенных сделок, IPO и венчурных инвестиций. Надо иметь в виду, что характерным отличием 2020 года от 2021 года является начало пандемии COVID-19, в этот год большое число любых инвестиций было приостановлено, что сказалось на объемах этого рынка, поэтому такое существенное в процентном соотношении увеличение год к году может быть создано искусственно за счет эффекта низкой базы.

Специалисты выделяют определенные этапы развития компании с точки зрения готовности инвестирования в них своего капитала, которые приведены в Таблице 3.

Таблица 3. Этапы финансирования компании на различных стадиях развития

Название этапа	Характеристика этапа
Этап «Идея»	На этом этапе проекты мало привлекательны для рынка. Финансирование ситуативное, осуществляется венчурными капиталистами и бизнес ангелами крайне редко, и работает только, если основатель стартапа — успешный серийный предприниматель. На этом этапе отсеивается порядка 90% всех проектов. ⁴¹
Этап «Pre-seed»	На этом этапе у стартапа только появляется прототип, начинает формироваться команда. Проекты на такой стадии привлекают вложения, как правило, за счет денег бизнес-ангелов. На данном этапе инвесторам почти невозможно определить перспективы проекта. Размер таких инвестиций редко превышает \$50 тыс. долларов. ⁴² На этом этапе отсеивается порядка 85% проектов. ⁴³ Основные барьеры, которые мешают

⁴¹ Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022).

⁴² Там же.

⁴³ Там же.

Продолжение Таблицы 3.

Этап «Pre-seed»	проектам перейти на следующую стадию: слабость идеи, отсутствие команды, недооценка рынка
Этап «Seed»	Посевная стадия — этап, когда проект, если у него есть какие-либо перспективы, начинает расти. Именно на этом этапе проекты попадают на радары венчурных капиталистов. При этом размер инвестиций на этой стадии разный – вилка составляет от \$100 тыс. долларов до \$500 тыс. долларов. ⁴⁴ Основной источник финансирования — бизнес ангелы, однако в России существуют инвестиционные структуры, которые вкладывают на посевной стадии — Prostor Capital, Genezis Capital и пр. Однако чаще всего фонды находятся в ожидании, когда проект самостоятельно дойдет до стадии А, когда риски меньше. Посевная стадия — один из наиболее сложных этапов развития для проекта, потому что именно здесь они сталкиваются с «долиной смерти» — периодом неопределенности. Конверсия на данном этапе составляет 10%. Барьеры для перехода на раунд А: неправильная бизнес-модель, высокая конкуренция со стороны аналогов, технологические риски.
Раунд А	Раунд А — это тот этап развития компании, когда между крупными венчурными фондами разворачивается конкуренция за проект. Это наиболее активный этап проекта, когда венчурные капиталисты пытаются приобрести долю. ⁴⁵ Стартапы к этому момента уже нащупал свою бизнес-модель, у него уже есть клиенты и трекшн — положительный опыт работы с клиентами и рынком. Стартап начинает превращаться в зрелую

⁴⁴ Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022).

⁴⁵ Там же.

Продолжение Таблицы 3.

<p>Раунд А</p>	<p>компанию — у организации растет количество активов, сформирована команда и есть отдача от вложенных денег. Конверсия на данном этапе составляет 42%.⁴⁶ Такой высокий процент объясняется тем, что нежизнеспособные компании не пережили долину смерти. Барьеры, мешающие организации перейти на следующую стадию: ошибки в технологической стратегии, необоснованные расходы на маркетинг, операционные расходы, неопытность лидера как управленца.⁴⁷</p>
<p>Раунд В</p>	<p>Раунд В — этап развития компании, на которой стартап должен зарабатывать. Компании этой фазы уже могут быть интересны не только крупным российским фондам, но и зарубежным венчурным организациям. Также на такой стадии зачастую бизнесом начинают интересоваться крупные компании, выступающие в роли стратегических инвесторов. Конверсия на данном этапе составляет 25-30%.⁴⁸ Основная проблема заключается в том, что компании достигают своего «потолка». Барьеры: низкий спрос на продукт, высокая конкуренция, неэффективные управленческие решения. Также среди барьеров отмечают наличие в команде неопытных руководителей высшего звена, которые не в состоянии управлять крупным бизнесом, или же это просто умные и толковые люди без должного уровня бизнес-образования и опыта, но со «светлой головой»⁴⁹</p>

⁴⁶ Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022).

⁴⁷ Там же.

⁴⁸ Там же.

⁴⁹ Там же.

Продолжение Таблицы 3.

<p>Раунд С</p>	<p>Раунд С — это этап развития компании, когда она демонстрирует уверенный рост, в компании прослеживаются четкие перспективы для дальнейшего развития. Иными словами, на данном этапе организация начинает готовиться к IPO. Размер инвестиций на данной стадии измеряется десятками миллионов долларов. Инвесторами на данной стадии являются компании, готовые частично или полностью выкупить организацию.⁵⁰</p>
<p>Раунд D</p>	<p>Раунд D — крайне редко выделяемый раунд, описывает этот раунд ситуация, когда деньги в компании есть и компания уже готовится выйти на биржу, чтобы дать возможность выйти из структуры собственности инвесторам и основателям компании по справедливой рыночной оценке.⁵¹ Инвесторы на этой стадии — организации, ведущие охоту за компаниями, которые владеют технологиями</p>
<p>Этап IPO</p>	<p>На данном этапе компания становится публичной, в России мало организаций, которые доходят до данного этапа, именно поэтому в России очень мало IPO. Несмотря на то, что это возможность выполнить exit для инвесторов и собственников, мало кто из них идет таким путем, потому что это может дать не очень хороший сигнал рынку и снизить стоимость акций.</p>

Составлено по: [Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022)].

Описанные этапы в Таблице 3 также говорят о том, что каждый этап развития компании можно соотнести с тем или иным способом финансирования. В отличие от

⁵⁰ Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022)

⁵¹ Там же.

жизненного цикла по И.Адизесу терминология из Таблицы 3 является более современной и часто используемой, особенно на венчурном рынке. Такая классификация не противоречит никаким другим разделениям, известна не только в России, но и по всему миру. «Карта инвестирования» представлена ниже на Рис. 1.⁵²

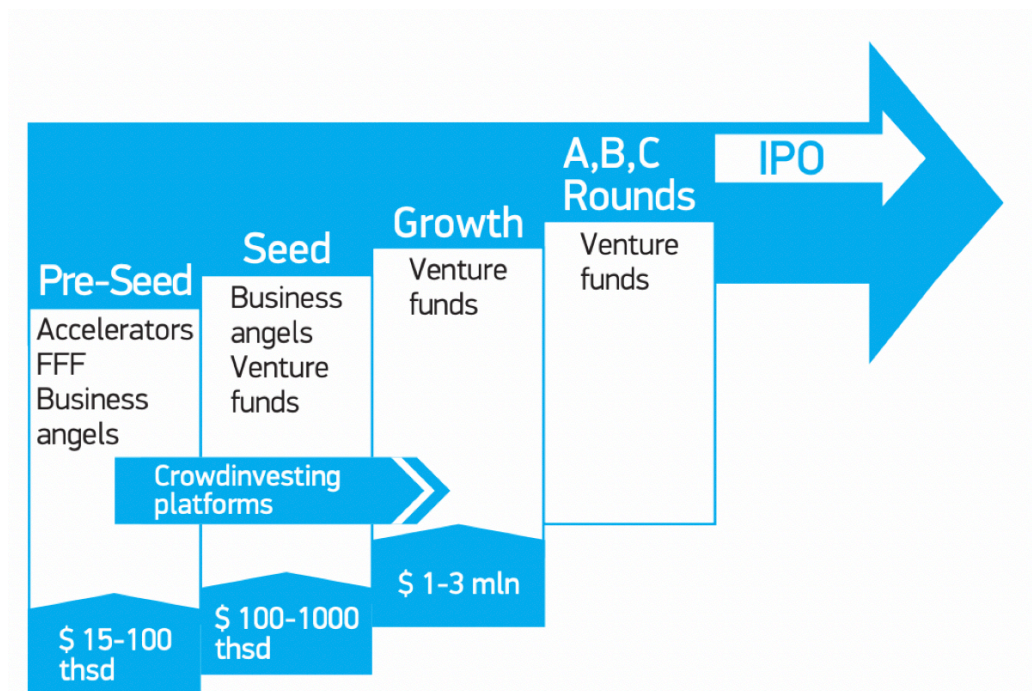


Рис. 1. Этапы развития стартапа

Источник: [Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022)].

Таким образом, проблематику по изменению структуры собственности нужно рассматривать, в первую очередь, с точки зрения цели и задач самой компании по привлечению дополнительных денег в бизнес. Выделяют два основных типа привлечения финансирования — долговое финансирование и доленое финансирование. Поскольку формат работы — прикладной проект, в рамках которого не ставится задача по нахождению оптимальной структуры капитала для компании «Делимобиль», в работе сделан акцент на доленых способах изменения структуры собственности, так как именно доленое финансирование рассматривается топ-менеджментом компании как шаг дальнейшего развития. Исходя из проведенного теоретического анализа в этой Главе 1 было определено, что основными формами доленого финансирования компании являются IPO, M&A или продажа доли фирмы, венчурный капитал, капитал «бизнес-ангелов» и акционерный краудфандинг. Способ финансирования компании напрямую зависит от стадии ее

⁵² Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022)

жизненного цикла. Так, например, на самых ранних стадиях среди долевого финансирования наиболее популярен акционерный краудфандинг, по мере развития компания может использовать капитал бизнес-ангелов, затем венчурный капитал. Кульминацией развития компании на стадии «Стабильность» становится продажа компании или ее доли и IPO.

Глава 2. ОТРАСЛЬ ШЕРИНГ-ЭКОНОМИКИ И РЫНОК КАРШЕРИНГА

2.1. Экономика совместного потребления как новая экономическая модель

В рамках данной главы и непосредственного этого раздела мы начнем рассматривать модель совместного потребления, механику работы типовой бизнес-модели и примеры основных игроков на данном рынке.

Экономика совместного потребления — это новая бизнес-модель в современном экономическом мире, которая связывает ключевых агентов и распределяет продукты и услуги между ними без участия посредников.⁵³ Основной экономический смысл шеринг-экономики заключается в том, что для того, чтобы получать желаемые блага, не обязательно ими владеть, их можно позаимствовать уже у текущих владельцев данных продуктов.

Развитие шеринг-экономики связывают с появлением таких компаний, как Uber — сервис по заказу такси, и Airbnb — платформа по краткосрочной аренде недвижимости. При этом надо отметить, что практика совместного потребления родилась еще давным-давно в Древней Греции, отдельные элементы данной экономической системы можно найти в любую историческую эпоху. Библиотеки — уже традиционный формат, где можно взять в краткосрочную аренду книги; секонд-хенды — пример совместного потребления одежды, когда вещь после того, как она надоест, не выкидывают, а отдают в специальные магазины. На сегодняшний момент экономика совместного потребления поставлена на рыночные рельсы. Всегда существуют выбор. При желании можно поехать как в отель, так и воспользоваться чужой квартирой, велосипед можно купить в магазине, а можно арендовать на тот момент, когда он действительно будет нужен для запланированной поездки.

Механика экономики совместного потребления изображена на Рис.2. Так, например, на картинке видно, что взаимодействие между двумя агентами (владелец, с одной стороны, и пользователь, с другой стороны) происходит через ИТ-платформу. Чаще всего это интернет-ресурс, доступ к которому возможен также и через мобильное приложение. Экономический интерес для владельца некоего продукта заключается в том, что он может зарабатывать дополнительные денежные средства в случае наличия спроса на данный товар или услугу. Заинтересованность пользователя также понятна — вместо того, чтобы переплачивать за новый товар и покупать дорогой актив, который вполне возможно нужен лишь временно, можно взять его в краткосрочную аренду. Бизнес-модель строится именно на удовлетворении двух сторон — владельца продукта и пользователя. ИТ-платформы организуют пространство таким образом, чтобы обеим сторонам было удобно производить

⁵³ Чулок А. Что такое шеринг-экономика? [Электронный ресурс] // Postnauka. — URL: <https://postnauka.ru/faq/82383> (дата обращения: 01.03.2022).

обмен. С каждой такой успешной транзакции взимается комиссия, как следствие, чем популярнее сервис и чем большее количество операций ежедневно совершается на такой платформе, тем больше такой бизнес зарабатывает денег.

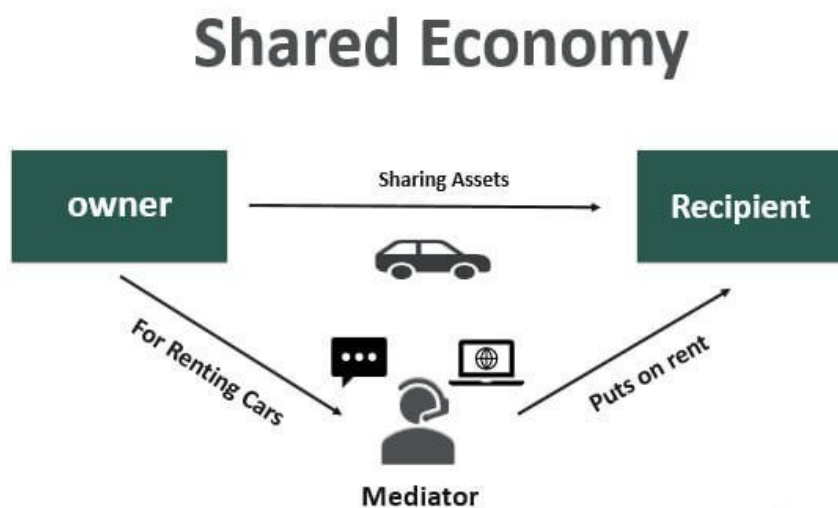


Рис.2. Механика экономики совместного потребления

Источник: [Thakur M. Shared Economy. Shared Economy Definition. 2022].

Глобальная рыночная стоимость экономики совместного потребления должна достичь 1,5 трлн долларов к 2024 году с 373,7 млрд долларов в 2019 году при среднегодовом темпе роста (CAGR) в 31,9% на прогнозируемый период с 2019 по 2024 год.⁵⁴

Российский рынок совместного потребления также развивается очень высокими темпами, так, например, за 2020 год объем рынка составил 1,07 трлн руб., это следует из исследования РАЭК и «ТИАР-Центра».⁵⁵ Прирост рынка услуг шеринг-экономики к 2020 году составил 39%, что свидетельствует о некоем замедлении по сравнению с предыдущим годом: в 2019 году темп роста относительно прошлого года был на уровне 50%. Сегментация услуг совместного потребления выглядит следующим образом: продажа вещей «из рук в руки», поиск подработки и каршеринг.⁵⁶

Основным драйвером роста шеринг-экономики остается рынок биржевых б/у товаров на специализированных платформах «Авито», «Юла» и пр. Доля p2p коммерции на всем рынке шеринга России выросла за 2020 год с 73% до 78% или 838 млрд руб. Основные причины этого — рост числа активных пользователей и развитие интегрированного в эти сервисы услуги доставки из одного региона в другой. Вторым по объему рынка в деньгах

⁵⁴ Shared Economy: WeWork, Uber, Airbnb and Lyft [Электронный ресурс] // Bccresearch. — URL: <https://www.bccresearch.com/market-research/finance/shared-economy-wework-uber-airbandb-lyft-market.html> (дата обращения: 01.03.2022).

⁵⁵ Рынок шеринга в России впервые превысил 1 трлн руб. [Электронный ресурс] // Trends.Rbc. — URL: <https://trends.rbc.ru/trends/sharing/602e3a369a79477994233cb3> (дата обращения: 01.03.2022).

⁵⁶ Там же.

можно смело называть сегмент с сервисами для поиска подработки, эта группа показала рост с 140 млрд руб. до 183 млрд руб. в абсолютных значениях или 31% в относительном выражении. Причина для такого роста — налоговые послабления для самозанятых, то есть для фрилансеров, у которых основной заработок строится на проектной деятельности.⁵⁷

Третьим по размеру сегментом шеринг-экономики стал рынок каршеринга. В связи с тем, что 2020 год заставил бизнес ограничить доступ к своим сервисам с целью соблюдения самоизоляции в период пандемии коронавируса, общее число поездок за год сократилось с 78 млн до 70 млн. Однако выручка каршеринговых сервисов в 2020 году всё равно увеличилась на 9% до 22,4 млрд руб. Основным драйвером помимо роста среднего тарифа стало увеличение количества времени в поездке на одного пользователя, что связано с внедрением суточных и недельных абонементов на автомобиль.⁵⁸

В следующем параграфе основные акценты будут направлены на одним из сегментов, который уже был упомянут выше — каршеринг.

2.2. Анализ рынка каршеринга: история развития, особенности и драйверы

Каршеринг — это сервис по краткосрочной аренде автомобилей в крупных городах с возможностью взять машину напрокат с поминутной, почасовой и редко — с суточной тарификацией. Современные технологии развиваются очень быстро и активно, как следствие, грань между личным транспортом и общественным уже нельзя так просто отследить. Более того, традиционное мышление, которое подразумевает «хочешь автомобиль — так купи», уходит в прошлое. Высокая стоимость платных парковок или же их полное отсутствие, сложная дорожная ситуация, дорогое обслуживание приводят к тому, что частный автомобиль как социальное явление начинает уступать новым формам городского транспорта.⁵⁹

Инициативы по каршерингу зачастую преподносятся как нечто новое и технологически инновационное, однако их корни на самом деле лежат в его предке — традиционной аренде автомобилей, которая чаще всего предполагала более длительный период пользования автомобилем. Каршеринг в том виде, в котором он есть сейчас, появился в 1970-1980-е годы. Среди первооткрывателей этого рынка можно отметить:

- Procotip (Франция, 1971–1973)
- Witkar (Нидерланды, 1974–1988)

⁵⁷ Рынок шеринга в России впервые превысил 1 трлн руб. [Электронный ресурс] // Trends.Rbc. — URL: <https://trends.rbc.ru/trends/sharing/602e3a369a79477994233cb3> (дата обращения: 01.03.2022).

⁵⁸ Там же.

⁵⁹ Исследование по каршерингу и карпулингу [Электронный ресурс] // Unese. — URL: <https://unese.org/fileadmin/DAM/trans/doc/2020/sc1/ECE-TRANS-SC1-INF-OCT-2020-4r.pdf> (дата обращения: 01.03.2022).

- Green Cars (Великобритания, 1977–1984)
- Bilpoolen (Швеция, 1976–1979)
- Vivallabil (Швеция, 1983–1998)
- Bilkooperativ (Швеция, 1985–1990)
- ShareCom (Швейцария, 1987)
- Stattauto (Германия, 1988)

Далеко не все эти платформы стали финансово успешными. Основные камни преткновения: высокие затраты на автопарк, в том числе на аренду, амортизацию, расходы на топливо и страхование, большое количество несчастных случаев и ДТП. Так, например, история развития каршеринга в США показывает, что из 34 американских каршеринговых проектов, появившихся в период с 1997 по 2009 год, 15 проектов были ликвидированы. Несмотря на все нюансы и трудности отрасль краткосрочной аренды автомобиля развивается, и уже сейчас порядка 2 млн. людей по всему миру пользуются данным видом транспорта.

Если говорить про рынок каршеринга в России, то его развитие началось в 2015 году, за первые полгода число операторов краткосрочной аренды выросло до четырех с автопарков в среднем от 30 до 200 автомобилей. Явным лидером на тот момент была компания «Делимобиль» с более 700 машин на балансе. К концу 2017 года в Москве появилось уже 7 каршеринговых сервисов, автопарк составляет порядка 2,7 тысяч автомобилей. Столица России становится одним из лидеров по динамике развития этого сегмента по всему миру, при этом число каршеринговых авто составляет всего 0,2 на тысячу жителей. Для сравнения этот же показатель в Берлине составляет 0,66, а в Милане — 1,16.⁶⁰

Отдельно нужно отметить, что специфику отрасли каршеринга на всем пути его развития составляет убыточность. Так, например, в 2018 году первое место по объемам выручки занимает бренд «Делимобиль» с выручкой 1,55 млрд рублей, при этом его убытком составляют 258,7 млн рублей. На втором месте — Belka Car с выручкой 1,37 млрд рублей и чистым убытком 386 млн рублей. Не лучше ситуация у «Яндекс Драйв» — чистый убыток — 550,6 млн рублей при выручке 1,13 млрд рублей.⁶¹ При этом надо отметить, что убыточность сегмента не связана с операционной неэффективностью. Причина заключается в том, что у всех этих игроков большое количество договоров лизинга, то есть

⁶⁰ Кучерова О. Как работает поминутное страхование при краткосрочной аренде автомобиля. [Электронный ресурс] // Banki. — URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=9811279> (дата обращения: 04.03.2022).

⁶¹ Сбербанк: каршеринг и такси отождрут долю рынка у личного транспорта. [Электронный ресурс] // Carsharik. — URL: <https://carsharik.ru/tag/statistika/> (дата обращения: 04.03.2022).

компании в силу необходимости активного роста автопарка вкладывают большие денежные средства в капитальные активы.

К концу 2018 г. совокупный автопарк всех сервисов краткосрочной аренды Москвы составлял 16 тыс. шт., тогда как суммарно по всем остальным регионам России, включая крупные города 3,8 тыс.шт.⁶² Динамика остается устойчивой по 2020 год включительно — убытки «Делимобиль» составляют 2,42 млрд рублей при 5,3 млрд рублей выручки, Belka Car показал 1,35 млрд рублей убытков при обороте 1,99 млрд рублей. «Яндекс Драйв» свои показатели не раскрыл.

Таким образом, последняя имеющаяся в открытом доступе обобщающая статистика представлена на конец 2020 года. Аналитики оценили совокупный автопарк каршеринга в России в 44,4 тыс. автомобилей. Объем всего рынка в деньгах составляет \$1,5 млрд., при этом столичный сегмент занимает 40% всей емкости рынка — это около \$700 млн.⁶³ Если говорить непосредственно про марки автомобиля, то на Рис. 3 видно, что более 80% всего рынка приходится на трех лидеров — «Яндекс.Драйв», «Делимобиль» и Belka Car.



Рис. 3. Сравнение ТОП-7 крупнейших игроков каршеринга Москвы и мира на конец 2020г.

Источник: [Через два-три года московский каршеринг будет закрыт для новых игроков [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/pwc/73168-carsharing> (дата обращения: 04.03.2022)].

Основные драйверы роста рынка:

- увеличение стоимости владения автомобилем — средняя стоимость владения автомобилем в России составляет около 32,2 тыс. рублей в месяц, примерно такую

⁶² Исследование: Типичный пользователь каршеринга в 2018 г. тратил на услугу почти 3,5 тыс. руб. в месяц [Электронный ресурс] // Mskagency. — URL: <https://www.mskagency.ru/materials/2875751> (дата обращения: 04.03.2022).

⁶³ Общие колеса [Электронный ресурс] // Kommersant. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4836676> (дата обращения: 04.03.2022).

же сумму тратят жители Германии, тогда как для англичан, турок и поляков собственный автомобиль обходится дешевле;

- рост стоимости пользование городской транспортной инфраструктурой — ежегодно Правительство РФ индексирует стоимость проезда в автобусах и метро, при этом зачастую этот рост превышает среднюю инфляцию в стране;
- запрос на большую мобильность — автомобиль, в первую очередь, удобен тем, что нет ограничений по времени на передвижения, можно отправиться куда угодно и когда угодно;
- проникновение мобильных IT технологий — современный мир с каждым годом наполняется все новыми прогрессивными технологиями, которые позволяют совершенствовать текущие устои и порядки общества

Основные препятствия роста:

- Низкая потребительская осведомленность — далеко не все жители регионов РФ знают и, что самое главное, умеют пользоваться или пользовались сервисами краткосрочной аренды;
- Транспортная инфраструктура и сложный трафик — ситуация на дорогах России достаточно сложная, и использование таких сервисов в связи с этим доставляет много сложностей;
- Отсутствие полноценной государственной поддержки отрасли — государство предоставляет льготы на парковочные места для каршеринга, однако этого недостаточно для устойчивой динамики развития сервисов.

Рынок каршеринга уже продолжительное время оказывает давление на службы такси. Данные рынки являются прямыми конкурентами, в таком случае возникает вполне рациональные вопросы: как и за счет чего каждый из этих рынков находит своего покупателя и почему клиент порой выбирает именно каршеринг, а не такси. Подробнее такое сравнение будет рассмотрено в Таблице 4.

Таблица 4. Сравнительная таблица каршеринга и такси

Критерий	Такси	Каршеринг
Цена	В зависимости от времени суток и спроса стоимость такси может быть существенно больше, чем поездка на это же расстояние на каршеринге. На базовых тарифах стоимость такси немного	Стоимость использования каршеринга немного ниже, чем такси, более того, сам по себе сервис подразумевает несколько вариантов оплаты: поминутый, почасовой или посуточный тариф

Продолжение Таблицы 4.

Цена	превалирует над стоимостью каршеринга.	
Комфорт	В первую очередь, уровень комфорта такси заключается в том, что в таком случае поездка осуществляется на пассажирском сидении, следовательно, нет того стресса, который получает водитель каршеринга. Однако, имеет смысл отметить, что водители такси «эконом» класса очень часто не соблюдают правила дорожного движения, водят агрессивно и быстро, чтобы выполнить большее число заказов. Высокий уровень комфорта можно получить в такси классом выше, при этом в таком случае и цена поездки будет уже существенно дороже поездки на каршеринге.	Уровень комфорта в автомобиле каршеринга такой же, как и в автомобиле такси, потому что все автомобили регулярно обслуживаются: проходят сервис, автомойку и химчистку салона. При этом уровень комфорта существенно отличается от владения собственным автомобилем, так как после собственного автомобиля нужно привыкнуть к новому транспортному средству, и управление новым автомобилем в этом период вызывает стресс.
Дальность поездок	Нет ограничений на дальность: доступны междугородние поездки.	Поездки четко ограничены зонами действия каршеринга: как правило, эта зона ограничена городом, где можно завершить аренду, и областью, куда можно уехать, но завершить аренду нельзя. Также существуют зоны, куда на автомобиле заезжать запрещено. Междугородние поездки недоступны (кроме направления «Санкт-Петербург — Москва» у некоторых операторов)

Продолжение Таблицы 4.

<p>Ограничения и риски</p>	<p>Как уже описывалось ранее, на эконом тарифах далеко не всегда таксисты водят автомобиль безопасно, то есть потенциально в таких случаях существует большой риск попасть в аварию, что как минимум скажется на времени поездки, а как максимум на здоровье клиента.</p>	<p>Поездка на каршеринге сама по себе является риском, потому что клиент несет материальную ответственность за автомобиль, который он берет в аренду. В случае, если случается ДТП не по вине клиента, страховая компания компенсирует ущерб, однако если ДТП происходит по вине клиента, водитель должен будет оплатить штраф за ремонт каршерингового автомобиля, а также штраф за нарушение правил дорожного движения. Стоит отметить, что любое ДТП влечет за собой потерю времени, потому что нужно соблюсти регламент оформления аварии и дождаться сотрудников ГИБДД.</p>
<p>Интерфейс и сложность заказа</p>	<p>Все популярные сервисы такси предлагают свои услуги через мобильное приложение. В качестве альтернативных каналов зачастую доступна веб-версия или заказ по телефону.</p>	<p>Все каршеринговые сервисы доступны в мобильном приложении; при этом процедура заказа, на первый взгляд, может показаться достаточно сложной, потому что перед поездкой нужно осмотреть автомобиль, сделать фотографии с разных ракурсов и внутри машины. После окончания аренды необходимо также зафиксировать состояние автомобиля. Для возрастной аудитории это является барьером для выбора такого сервиса.</p>

Источник: [Составлено автором].

На основе составленной выше сравнительной таблицы можно сделать вывод, что у каждого вида наземного автомобильного транспорта есть своя специфика, которая для каждого человека интерпретируется по-своему, следовательно, однозначного вывода, что лучше сделать нельзя. Так, например, для одного потребителя важна будет цена, простота и отсутствие каких-либо рисков — такому человеку проще выбрать такси. При этом тот человек, который любит водить самостоятельно, всегда уверен в своих силах и возможностях, готов ответить за ошибки при вождении, он с большей долей вероятности выберет именно каршеринг.

Однако, нельзя сказать, что люди, которые всегда ездят на такси, не пользуются каршерингом или наоборот. Очень часто возникают ситуации, когда тариф на такси очень дорогой, например, в дождливую или снежную погоду после работы в вечернее время. В таком случае проще воспользоваться арендованной машиной. Когда человек позволил в ресторане выпить несколько бокалов шампанского или вина, тогда он в принципе не сможет сесть за руль автомобиля. В таком случае сервис такси является очень хорошей альтернативой, которая может помочь быстро выйти из ситуации.

На данном этапе мы можем сделать вывод, что каршеринг развивается стремительно как в мире, так и в России, при этом несмотря на рост и большую выручку компаний лидеров, основная их проблема в том, что операционные затраты этих компаний велики, что делает существующий бизнес убыточным в краткосрочной перспективе. Далее мы сфокусируемся более подробно на компании «Делимобиль».

2.3. Позиции компании «Делимобиль» на рынке каршеринга в России

Компания «Делимобиль» начала развивать свой собственный сервис по краткосрочной аренде автомобилей в 2015 году со 100 машин. Уже за первый год работы количество парка было увеличено до 300. Полностью динамика представлена на Рис.4. Интерес к таким новым на тот момент технологиям был очень высоким— в первые дни было получено от 50 тысяч заявок на регистрацию.⁶⁴ Средняя длительность поездки держалась на очень высоком уровне и составляла 58 минут, так как пользователи еще не до конца понимали, что сервис ориентируется именно на краткосрочную аренду.

⁶⁴ Пять лет в пути: история каршерингового сервиса «Делимобиль» [Электронный ресурс] // Вс. — URL: <https://vc.ru/delimobil/157526-birthday> (дата обращения: 09.03.2022).

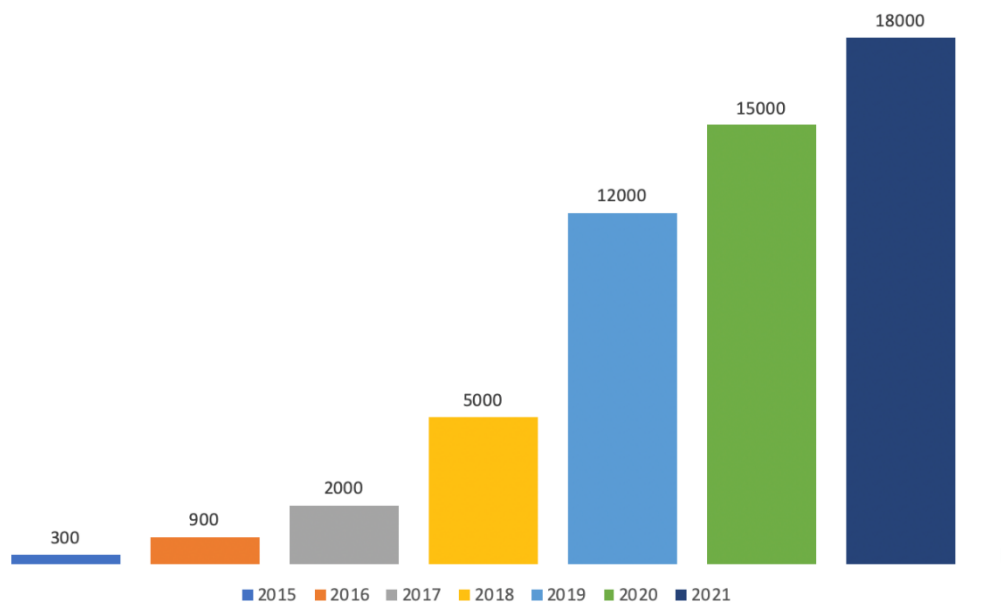


Рис. 4. Динамика роста автопарка «Делимобиль» в России 2015-2021 гг.

Источник: [Пять лет в пути: история каршерингового сервиса «Делимобиль» [Электронный ресурс] // *Вс.* — URL: <https://vc.ru/delimobil/157526-birthday> (дата обращения: 09.03.2022)].

В 2017 году сервис «Делимобиль» стал доступен в Санкт-Петербурге, осенью этого же года он открылся в Уфе и Нижнем Новгороде. Новые автомобили, которые вводились в эксплуатацию, как правило, оставались в Москве, тогда как в регионы уезжали б/у-автомобили. Также в этом году стали появляться в доступе первые автомобили бизнес-класса — Ferrari F430 Spider и Audi TT.⁶⁵

В 2018 сервис поглотил каршеринг Anytime, который переродился в Anytime Prime — сервис подписки на автомобили премиум-сегмента. Автопарк состоит из таких машин, как Mercedes, Audi, Porsche, Lamborghini и пр.

Идея выйти на IPO в компании «Делимобиль» родилась органически тогда же, когда сервис каршеринга запустил свой продукт в Чехии в 2019 году. Активные планы по развитию компании и, как следствие, высокие требуемые инвестиции на новый автопарк на новых для себя географических рынках, не могли быть быстро реализованы, когда у компании есть большой накопленный долг и сам по себе бизнес пока еще несет чистые убытки. Для того, чтобы конкурировать бизнесу нужны были деньги, собственного и долгового финансирования компании уже не хватало. Именно поэтому компания решила на проведение листинга акций в Нью-Йорке, а затем — на Московской бирже с привлечением суммарно \$300 млн за два года.⁶⁶ Глава компании Винченцо Трани заявлял,

⁶⁵ Пять лет в пути: история каршерингового сервиса «Делимобиль» [Электронный ресурс] // *Вс.* — URL: <https://vc.ru/delimobil/157526-birthday> (дата обращения: 09.03.2022).

⁶⁶ Там же.

что за эти деньги компания готова продать на рынке до 40% капитала компании с целью привлечения денег на дальнейшую экспансию в регионы России и выход на иностранные рынки

Исследование «Тинькофф» в 2020 году показывает, что «Яндекс.Драйв» занимает более 50% рынка каршеринга в России, на втором месте идет «Делимобиль» — 23,8% доли всего рынка, в два раза меньше доля Belka Car, оставшаяся доля рынка сильно фрагментирована.⁶⁷ Зачастую сервисы борются не за нового клиента, а за того, который так или иначе уже пользуется сервисом. Таким образом, перетоки от одной платформы к другой сильно меняют картину на рынке. Так, например, если смотреть на Москву, то «Делимобиль» с 2020 по 2021 года выиграл эту борьбу, доля сервиса «Яндекса» в 2021 году составила 39,9% против 48,7% годом ранее, при этом его место поровну заняли «Делимобиль» и BelkaCar, увеличив свои доли с 37,1% и 10,6% до 40,5% и 15,9% соответственно.

Таким образом, мы можем сделать вывод, что компания «Делимобиль» является одним из лидеров рынка краткосрочной аренды в России, агрессивно развивает свой бизнес в Москве и постепенно расширяет свое присутствие в регионах. Компания, которая, несмотря на свои убытки сейчас, приближается к моменту выхода на точку безубыточности. Независимо от роста числа пользователей и устойчивого спроса на такое средство передвижения, отрасль сильно зависима от внешних факторов. Так, например, сервис полностью прекратил свою работу на 2 месяца в период острой фазы COVID-19, при этом спрос на допандемийный уровень вернулся лишь спустя почти год. Необходимо понимать, что для того, чтобы в долгосрочной перспективе удовлетворить требования акционеров, «Делимобиль» должен быть успешен в конкурентной борьбе, когда период первоначального формирования рынка каршеринга в России будет завершен. Отчасти поэтому данный сервис и предпринимает попытки выхода на IPO, о которых мы будем говорить далее. В следующем абзаце мы сфокусируемся на структуре собственности компании.

2.4. Структура собственности компании «Делимобиль»

Компания «Делимобиль» является частью головной структуры люксембургской организации Delimobil Holdigns S.A. (именно через нее и планировалось выйти на IPO). Помимо «Делимобиль» (ООО «Каршеринг Россия») Delimobil Holdigns S.A. владеет ООО «Энтайм» (Anytime Prime — сервис аренды премиальных автомобилей) и сервисной

⁶⁷ Исследование Тинькофф: во вторую волну пандемии поездки на каршеринге выросли на 26% [Электронный ресурс] // Tinkoff. — URL: <https://www.tinkoff.ru/about/news/28122020-tinkoff-research-second-pandemic-wave-carsharing-trips-grew-by-26-percent/> (дата обращения: 09.03.2022).

организацией ООО «СММ», которая по основному виду деятельности по ОКВЭД занимается мойкой автотранспортных средств, полированием и прочими сопутствующими услугами.⁶⁸ Более подробно с данной структурой можно ознакомиться визуально на Рис. 5.

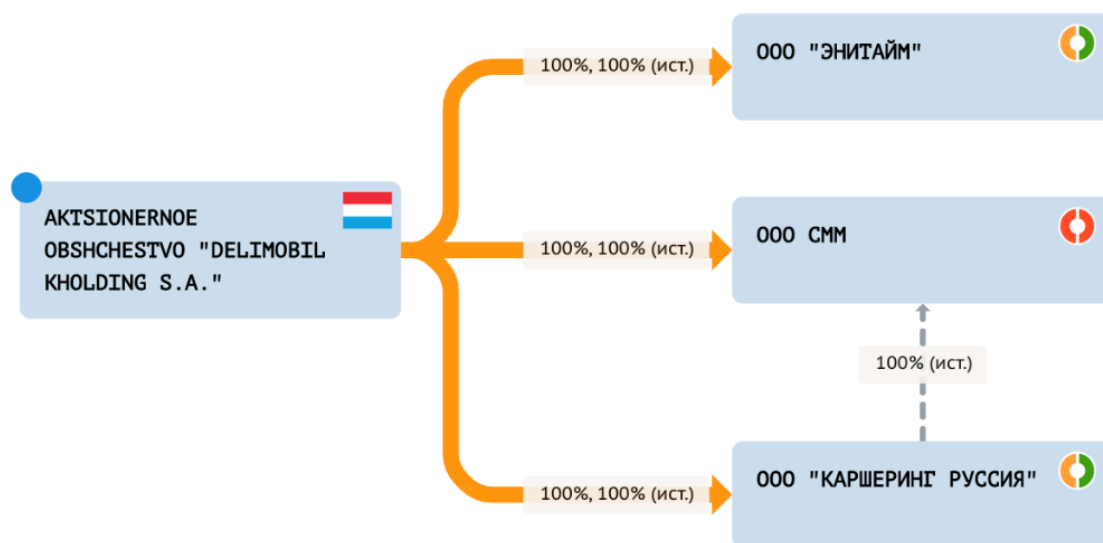


Рис. 5. Структура собственности организации Delimobil Holdings

Источник: [СПАРК [Электронный ресурс] // Spark-Interfax. — URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card#/foreign/C94FFA7195C5648CE053219AA8C0BC38/230> (дата обращения: 12.03.2022)].

Винченцо Трани через люксембургский фонд Mikro Fund владеет 68% акций Delimobil Holdings S.A. Миноритарные доли распределены следующим образом:

- кипрский оффшор Nevsky Property Finance (принадлежит «дочке» госбанка – «ВТБ Капитал») — 13,4% акций;⁶⁹
- сооснователь проекта Артем Сергеев — 11,1% акций;⁷⁰
- прочие миноритарные акционеры, такие как Артур Меликян и бывший гендиректор «Делимобиля» Станислав Грошов — общая доля на них 7,5%⁷¹.

Отдельно стоит отметить про одного из вышеупомянутых акционеров — «ВТБ Капитал». Компания через оффшор приобрела долю в «Делимобиле» на сумму \$75 млн. Полученные денежные средства планировалось использовать для ведения конкурентной борьбы с целью укрепления позиций на российском рынке.⁷²

⁶⁸ «Делимобиль» нашел новый путь на биржу [Электронный ресурс] // Cnews. — URL: https://www.cnews.ru/news/top/2021-12-15_delimobil_nashel_novuj (дата обращения: 09.03.2022).

⁶⁹ «Делимобиль» нашел новый путь на биржу [Электронный ресурс] // Cnews. — URL: https://www.cnews.ru/news/top/2021-12-15_delimobil_nashel_novuj (дата обращения: 09.03.2022).

⁷⁰ Там же.

⁷¹ Там же.

⁷² «ВТБ Капитал» купил миноритарную долю во владельце каршеринга «Делимобиль» за \$75 млн [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.ru/newsroom/karera-i-svoy-biznes/431407-vtb-kapital-kupil-minoritarnuyu-dolyu-vo-vladelce-karsheringa> (дата обращения: 09.03.2022).

В случае проведения потенциального IPO Delimobil Holdings S.A., «ВТБ Капитал» оставил за собой право приобрести пакет акций сервиса на сумму \$50 млн (примерно 1/5 планируемого финансирования). В случае, если в ходе проведения IPO текущие акционеры начнут продавать акции, у «ВТБ Капитал» есть обязательство продать свои акции в соответствующих пропорциях.⁷³

В случае, если до 30 июня 2023 г. Delimobil Holdings S.A. не сможет выйти на биржу и у компании не появится контролирующий акционер, то «ВТБ Капитал» сможет реализовать опцион типа put, который регламентирует выкуп Mikro Capital этой доли.⁷⁴

Таким образом, мы можем сделать вывод, что структура собственности всего холдинга была полностью подготовлена для проведения IPO, "ВТБ Капитал" играл роль не только одного из акционеров, но еще и выступал одним из организаторов выхода на биржу.

Помимо структуры собственности «Делимобиль» предоставил финансовые данные для инвестиционного банка, была проведена юридическая проверка финансово-хозяйственной деятельности (due diligence) и составлен проспект эмиссии. В пул банков-организаторов IPO вошли Bank of America, Citi, ВТБ Капитал, UBS, Ренессанс Капитал и Сбербанк СIB.⁷⁵ В открытом доступе осенью 2021 года был опубликован проспект эмиссии компании. Далее подробно будет рассмотрено, почему попытка выйти на биржу в конце 2021 года не увенчалась успехом.

2.5. Причины несостоявшегося IPO компании «Делимобиль»

Российский сервис краткосрочной аренды «Делимобиль» должен был начать торговаться на Нью-Йоркской и Московской биржах 8 ноября 2021 года. Однако незадолго до этой даты 4 ноября 2021 года менеджмент заявляет о переносе IPO на 2022 год «из-за рыночных условий», не раскрывая больше никаких подробностей. При этом со слов пресс-службы компании интерес к данному IPO был очень высоким. Компания определила стоимость акций в \$10-12 за штуку и хотела привлечь с опционом до \$276 млн при оценке до \$912 млн.⁷⁶ Количество акций в обороте должно было составить 152 млн штук.

Как выяснилось позднее, «Делимобиль» перенес срок выхода на биржу на 2022 год. Медиа источники, в том числе Forbes, выделяют две основные причины, исходя из которых было принято такое решение:

⁷³ «Делимобиль» нашел новый путь на биржу [Электронный ресурс] // Cnews. — URL: https://www.cnews.ru/news/top/2021-12-15_delimobil_nashel_novuj (дата обращения: 09.03.2022).

⁷⁴ Там же.

⁷⁵ Сервис каршеринга "Делимобиль" готовится к IPO на \$350 млн на NYSE осенью, выбрал банки [Электронный ресурс] // Finam. — URL: <https://www.finam.ru/analysis/newsitem/servis-karsheringa-delimobil-gotovitsya-k-ipo-na-350-mln-na-nyse-osenyu-vybral-banki-20210907-144443/> (дата обращения: 14.03.2022).

⁷⁶ «Делимобиль» решил перенести IPO из-за «рыночных условий» [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.ru/finansy/445123-delimobil-resil-perenesti-ipo-iz-za-rynocnyh-uslovij> (дата обращения: 14.03.2022).

- не была закрыта книга заявок в связи с тревожными финансовыми показателями, которые не вселяли инвесторам уверенность в будущем росте стоимости компании;
- неблагоприятный внешнеэкономический фон за счет роста стоимости комплектующих для автомобилей и, как следствие, увеличение цены обслуживания и приобретения новых автомобилей, что требовало паузы для финансовой переоценки компании;⁷⁷

Если взять за основу недостаточное количество инвесторов в книге заявок как предполагаемую причину невыхода на IPO, помимо внешних факторов необходимо проанализировать ситуацию еще и внутри «Делимобиль». Для этого были взяты данные из проспекта эмиссии и отчета о прибылях и убытках организации

Основные выводы, которые можно сделать:

- Затраты на оплату долговых обязательств стабильно выше валовой прибыли;
- Задолженность по кредитам на конец июня 2021 года — 5,7 млрд рублей;
- Ставки по долговым обязательствам составляют 17-18%, что очень сильно влияет на экономику всего проекта

Так как компания на данный момент убыточна, нет никакой уверенности в том, что в текущих сложных экономических условиях она сможет стать прибыльной в случае агрессивной географической экспансии. Следовательно, можно предположить, что полученные в ходе IPO деньги, в первую очередь, были бы направлены на погашение текущих долгов компании и уже только потом на основные задачи IPO.

Необходимо также отметить, что по оценкам аналитиков, компания «Делимобиль» была переоценена в ходе планирования цены размещения акций. В случае, если рынок каршеринга действительно составлял в 2020 году около 22,6 млрд рублей в год, а цена размещения акций прошла бы по нижней отметке в 10\$ за штуку при 0,7 млрд долларов капитализации, то в пересчете на рубли капитализация компании составила бы 48,686 млрд рублей, что уже в два с лишним раза больше всего целевого рынка, где «Делимобиль» далеко не единственный игрок.⁷⁸

Переходя к внешним факторам, необходимо сказать, что в условиях неопределенности и геополитической напряженности активная экспансия уже более не может быть рентабельной даже в среднесрочной перспективе. Рост инвестиционных затрат

⁷⁷ «Делимобиль» отложил IPO из-за плохого спроса на бумаги [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.ru/tekhnologii/445323-delimobil-otlozil-ipo-iz-za-plohogo-sprosa-na-bumagi> (дата обращения: 14.03.2022).

⁷⁸ IPO «Делимобиля»: стоит ли инвестировать в сервис каршеринга [Электронный ресурс] // Journal.Tinkoff. — URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/review-ipo-dmob/> (дата обращения: 14.03.2022).

вслед за ростом цен на машины и детали к ним непременно бы сказался на конечной стоимости минуты поездки. При таких раскладах поездка на каршеринге при тех же самых условиях по стоимости может проиграть крупным агрегаторам такси «Яндекс Такси» и Uber.

Терминальная стоимость при IPO на 80% состоит из того, что компания может заработать в будущем, при этом любая неточность в прогнозе или же любой неучтенный фактор может кардинально сказаться на стоимости компании и ее акций. Так, например, выше уже было сказано, что на момент планирования IPO в 2021 году ситуация с полупроводниками была одна, тогда как уже в начале 2022 года она продолжила усугубляться. Причем мало того, что дефицит на проводники остается актуальным, так еще стали увеличиваться в цене чипы (компоненты для полупроводников).

Сложная геополитическая ситуация в мире и проблемы с логистикой напрямую сказываются на авторынке. Сейчас речь идет даже не о простом росте цен, дилеры автомобилей готовятся к сокращению модельных линеек ведущих брендов.⁷⁹ Помимо вопроса «Какие автомобили покупать?» встает также логичный вопрос «Как обслуживать текущие автомобили и где брать детали?», ведь закрытые границы, усложненные таможенные процедуры занимают большое количество времени. Тогда как те автомобили, которые при использовании попали в ДТП, они не могут быть починены так быстро, как того хотелось бы в компании. Такая ситуация приведет к потерям, вызванным более длительным простоем машин.

Анализируя рыночную ситуацию, нельзя не затронуть конкуренцию с «Яндексом» за лидерство. Борьба с IT-гигантом, разрабатывающим беспилотники, которые начнут полноценно использоваться через 5-7 лет, очень сложно. На данный момент Yandex Self-Driving Group было выделено из группы "Яндекс.Такси" в отдельную организацию в 2020 году.⁸⁰ Это говорит о том, что компания смотрит в будущее и скорее всего опередит «Делимобиль» с точки зрения имплементации технологий ввиду того, что у второго по величине российского каршеринга просто нет ресурсов и доступа к тому, чем обладает «Яндекс». Несмотря на то, что данный вид деятельности также подвержен экономическим санкциям и геополитике, развитие этого направления является уже неотъемлемой частью будущего, к которому общество рано или поздно придет. При этом при прочих равных у беспилотника по сравнению с обычной машиной с водителем есть одно большое преимущество — нет постоянных затрат на труд водителей, как следствие, на длительном

⁷⁹ Рубль продолжил падение. Что это значит для авторынка [Электронный ресурс] // Autonews. — URL: <https://www.autonews.ru/news/6214dcfd9a7947b29aec0f4c> (дата обращения: 18.03.2022).

⁸⁰ Разработка беспилотников "Яндекса" приостановила работу в США [Электронный ресурс] // Interfax. — URL: <https://www.interfax.ru/business/826482> (дата обращения: 18.03.2022).

горизонте более технологичный и капиталоемкий вариант с беспилотником будет превалировать над классическим вариантом.⁸¹

Таким образом, можно сделать вывод, что предпосылки для того, чтобы IPO у «Делимобиль» в 2021 году не состоялось, действительно были. На фоне не самого устойчивого финансового положения внутри компании и усугубляющейся экономической ситуации, сложной геополитической обстановки справедливость оценки стоимости сервиса «Делимобиль» ставится под сомнение. Более того, нет уверенности в целесообразности выхода на IPO в ближайшее время вследствие оттока иностранного капитала из российских компаний. Возможно, для одного из лидеров рынка каршеринга России имеет смысл предпринять иные меры по трансформации структуры собственности. Далее в следующем параграфе будут рассмотрены потенциальные альтернативы и пути развития компании «Делимобиль».

2.5. Альтернативы для компании «Делимобиль» при трансформации структуры собственности

Ранее в данной работе уже рассматривались способы долевого финансирования компаний — IPO, M&A, венчурный капитал, капитал «бизнес-ангелов» и краудфандинг.

В связи с тем, что компания «Делимобиль» уже давно присутствует на рынке инвестиции «бизнес-ангелов», венчурные инвестиции и краудфандинг для компании не актуальны. Более того, Россия весной 2022 года наблюдает активный отток иностранного капитала, что также свидетельствует о том, что найти «бизнес-ангела» или крупного венчурного инвестора будет очень сложно. Отношение мелких иностранных инвесторов к России на данный момент тоже напряженное — никто не станет рисковать своими активами и поддерживать российский бизнес особенно сейчас.

У компании «Делимобиль» остается также и текущий вариант с выходом на IPO, при этом надо понимать, что оценка бизнеса вследствие поменявшихся условий будет иной. Также необходимо отдавать себе отчет, что поставленные руководством задачи по экспансии в регионы и в другие страны становятся дороже вследствие дорожающих автомобилей и сложностью в поставках. «Делимобиль» рассматривал упрощенный способ выхода на биржу через SPAC компанию. Более того, уже были договоренности, что структура ВТБ в таком случае сможет приобрести акции объединенной компании по цене \$10 за одну бумагу на общую сумму \$50 млн.⁸² Однако нужно понимать, что в силу

⁸¹ «Яндекс» протестирует беспилотное такси в московском районе Ясенево [Электронный ресурс] // Vedomosti. — URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/news/2021/09/08/885708-bespilotnoe-taksi> (дата обращения: 18.03.2022).

⁸² «Делимобиль» нашел новый путь на биржу [Электронный ресурс] // Cnews. — URL: https://www.cnews.ru/news/top/2021-12-15_delimobil_nashel_novuj (дата обращения: 09.03.2022).

текущего внешнеэкономического фона, смысл выхода на биржу через SPAC также будет невелик, так как формально процедура от IPO отличается не так значительно. Может спасти только ситуация, когда заниматься продвижением этой кампании будет некое зарубежное и уважающее себя лицо, к мнению которого люди смогут прислушаться и инвестировать в российскую компанию.

Остается также вариант продажи доли компании, то есть поиск стратегического инвестора, при этом надо понимать, что продажа не просто какому-то другому юридическому лицу, а некой экосистеме продуктов, в которой «Делимобиль» смог бы стать органичной частью. Так, например, потенциальным покупателем мог бы стать сервис «ВКонтакте». Экосистема VK объединяет разного рода сервисы, которые помогают общаться, развиваться, работать, отдыхать и решать бытовые задачи быстрее и удобнее.⁸³ Более того, экономические санкции Запада сыграли «на руку» социальной сети, что привело к тому, что в начале марта 2022 года платформа зафиксировала резкое увеличение своей аудитории.⁸⁴

Для того, чтобы прийти к более конкретному решению, какой вариант смог бы быть в текущей ситуации интереснее и выгоднее, необходимо построить финансовую модель и оценить будущие денежные потоки двух проектов:

- Реализация компанией «Делимобиль» выхода на биржу;
- Продажа части бизнеса успешно развивающейся IT компании.

Таким образом, в Главе 2 была проанализирована экономика совместного потребления, которая по своей сути является новой бизнес-моделью в современном экономическом мире, связывая ключевых агентов и распределяя продукты и услуги между ними без участия посредников. Каршеринг — является одним из сегментов шеринг-экономики, именно на этом рынке ведет свою деятельность компания «Делимобиль», для которой выполняется данный прикладной проект. Основным драйвером развития рынка каршеринга является увеличение количества времени в поездке на одного пользователя, что связано с внедрением суточных и недельных абонементов на автомобиль.

Активные планы по расширению компании «Делимобиль» в 2019 году и, как следствие, высокие требуемые инвестиции на новый автопарк на новых для себя географических рынках требовали новых инвестиций. При этом каршеринг «Делимобиль» достаточно устойчив на рынке, занимает второе место в сегменте каршеринга с 23,8% долей всего рынка России и первое место на рынке Москвы. Однако, несмотря на уверенные

⁸³ VK становится больше [Электронный ресурс] // VK. — URL: <https://vk.com/ecosystem> (дата обращения: 20.03.2022).

⁸⁴ «ВКонтакте» усилил направление поддержки малого и среднего бизнеса [Электронный ресурс] // Adindex. — URL: <https://adindex.ru/news/digital/2022/03/14/303269.phtml> (дата обращения: 20.03.2022).

позиции на рынке «Делимобиль» убыточен, полученные деньги используются для оплаты договоров лизинга, как следствие, затраты на оплату долговых обязательств стабильно выше валовой прибыли.

Попытки выхода на IPO уже осуществлялись в 2021 году, однако они не были реализованы в связи с тем, что не была закрыта книга заявок по причине неуверенности в будущем росте стоимости компании и неблагоприятном внешнеэкономическом фоне за счет дорожающего обслуживания автомобилей. В рамках прикладного проекта и поиска стратегических альтернатив по трансформации структуры собственности для компании «Делимобиль» в силу стадии жизненного цикла, устойчивого финансового положения и оттока иностранного капитала такие опции долевого финансирования как акционерный краудфандинг, капитал бизнес-ангелов и венчурный капитал невозможны.

Глава 3. ОЦЕНКА БИЗНЕСА КОМПАНИИ «ДЕЛИМОБИЛЬ»

3.1. Оценка предпосылок и операционных показателей в рамках анализа будущего развития компании

В текущей главе будут приведены оценки компании «Делимобиль» методом дисконтированных денежных потоков, который заключается в том, что оценка текущей стоимости компании зависит от ожидаемых будущих денежных потоков. Следовательно, для того чтобы произвести такую оценку и сделать выводы на предмет того, какая стратегическая инициатива по изменению структуры собственности является более интересной, необходимо оценить оба варианта — при выходе компании на IPO в условиях новой экономической реальности и при продаже части компании заинтересованному лицу.

При этом надо понимать, что приведенная стоимость в этих двух проектах будет разная за счет того, что при реализации той или иной стратегической инициативы меняются операционные показатели, к которым привязана вся финансовая отчетность и финансовая модель будущих денежных потоков. Так, например, если берется за базу проспект эмиссии компании «Делимобиль», который был выпущен до 2021 года, и станут реализовываться те же самые цели к 2025 году, то данный проект станет дороже из-за увеличения стоимости закупки автомобилей.

Для того, чтобы понять, насколько рационально сейчас для «Делимобиль» принимать решение о выходе на IPO, были сохранены первоначальные цели выхода на публичную биржу. Во-первых, главная цель — это географический выход во все города России с населением более 500 000 человек.⁸⁵ Исходя из численности населения по данным Росстат, в России насчитывается 38 таких городов, что существенно увеличило бы источники выручки для «Делимобиль». Для компании такая задача имеет хорошие возможности для достижения этой цели, учитывая его значительный опыт региональной экспансии. Во-вторых, компания «Делимобиль» планирует сохранить увеличение своего присутствия в Москве и Санкт-Петербурге, по прогнозам 50% водителей городов-миллионников станут пользователями каршеринга к 2025 году.⁸⁶ Для сравнения на 2020 год этот же показатель для Москвы был равен 22,3%, а для Санкт-Петербурга — 12,9%. Наконец, в случае проведения IPO «Делимобиль» хочет выйти также и на международный рынок.⁸⁷ Более того, в августе 2021 года был заключен опцион на покупку контрольного пакета акции D-Mobility Czech Republic s.r.o., Carsharing Club LLC и D-Mobility Kazakhstan

⁸⁵ Delimobil Holdings S.A. Preliminary Prospectus [Электронный ресурс] // Sec.Gov. — URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001872309/000119312521306346/d181580df1a.htm> (дата обращения: 30.03.2022)

⁸⁶ Там же.

⁸⁷ Там же.

LLC. Эти организации работают по аналогичной шеринг бизнес-модели в Чехии, Беларуси и Казахстане. Выход на международный рынок планировался в 2023 году, именно начало этого года является датой исполнения опционов. Следовательно, для реализации всех этих инициатив нужен, в первую очередь, соответствующий автопарк. В проспекте эмиссии была заложена цифра 61,8 тысяч автомобилей на балансе компании — эта же цифра была также заложена в новую оценку компании при условии, что IPO будет совершено в 2022 году, и закупки автомобилей начнутся в 2023 году с линейным трендом, то есть вплоть до 2025 года автопарк будет увеличиваться с темпом роста 50%.

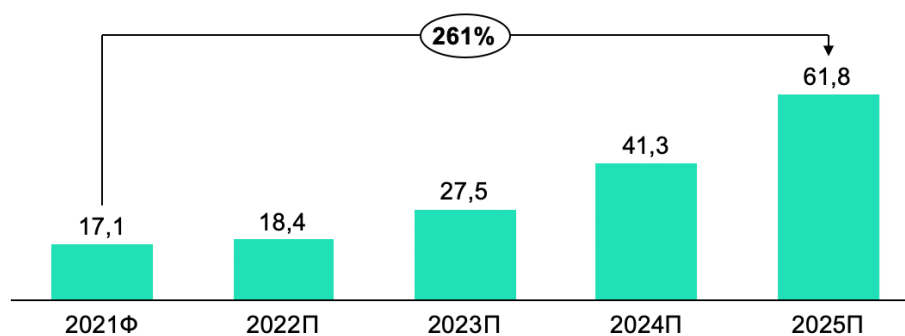


Рис. 6. Прогноз роста автопарка «Делимобиль» при выходе на IPO, тыс. автомобилей
Источник: [Составлено автором].

Также в связи с ростом автопарка и популярности каршеринга будет расти показатель MAU (Monthly Active Users) — количество активных уникальных пользователей каршеринга в месяц. Поскольку этот показатель в проспекте эмиссии принимал среднее число по всем месяцам, то и прогнозный показатель также будет предполагаться как среднее MAU за год. Прирост пользователей исходя из проспекта эмиссии в среднем составляет 23% до 2025 года. Эта цифра выше рынка, так как на примере Москвы — число пользователей каршеринга в Москве растет на 15% ежегодно.⁸⁸ Для прогноза на 2022 год бралось среднее значение между индивидуальными достижениями компании и рынком Москвы, таким образом, MAU составило 19%. Далее до 2025 года вместе с ростом автопарка увеличивалась и активность пользователей, поэтому каждый год показатель MAU увеличивался на 4% по сравнению с предыдущим.

⁸⁸ Число пользователей каршеринга в Москве растет на 15% [Электронный ресурс] // TASS. — URL: https://tass.ru/moskva/7776891?utm_source=google.com&utm_medium=organic&utm_campaign=google.com&utm_referrer=google.com (дата обращения: 28.03.2022).

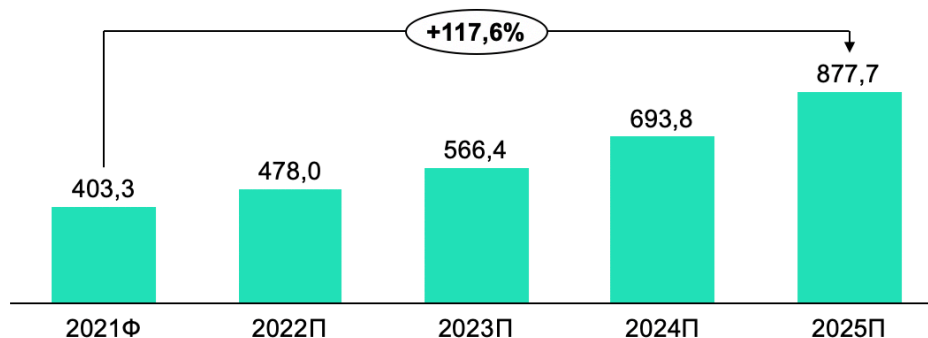


Рис. 7. Прогноз роста числа активных пользователей при выходе на IPO, тыс. чел.

Источник: [Составлено автором].

На базе прироста общего автопарка и, как следствие, количества поездок и роста числа пользователей (частоты поездок) был рассчитан множитель, который был нужен для построения прогнозных денежных потоков.

Вторая имеющаяся стратегическая инициатива — поиск стратегического инвестора и продажа ему доли компании. Стоит отдельно отметить, что такая продажа будет рациональна только в том случае, если она приведет к синергетическому эффекту и возможна, если в капитал войдет серьезный рыночный клиент. Вариант с «ВКонтакте», который описывался в данной работе в Главе 2, является одним из оптимальных и органичных, поскольку такая сделка несет за собой существенную экономию по части маркетинга. В случае продажи доли компании другому юридическому лицу, планы до 2025 год должны несколько поменяться, поскольку в таком случае необходимо заново построить стратегический план, который, во-первых, будет учитывать условия новой экономической реальности и, во-вторых, опираться на ключевые компетенции стратегического инвестора. Вместо агрессивной политики географической международной экспансии наиболее рационально сконцентрироваться на текущем российском рынке — на регионах с населением более 500 000 человек, а также крупных российских мегаполисах. В связи с этим в финансовой модели было заложено уменьшение количества числа привлекаемого автопарка.

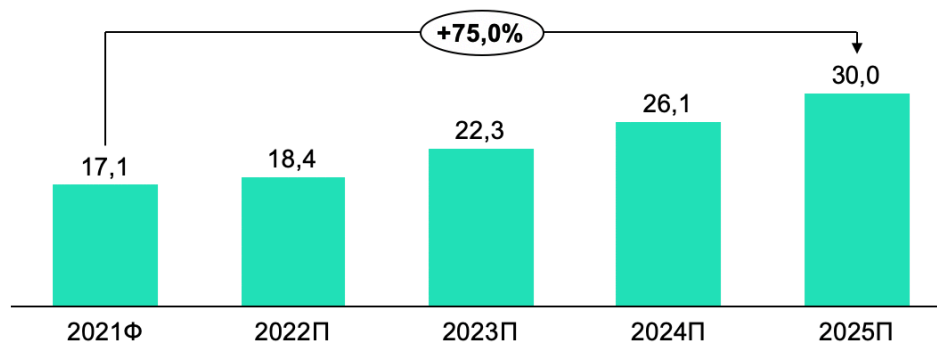


Рис. 8. Прогноз роста автопарка «Делимобиль» при продаже доли компании стратегическому инвестору, тыс. автомобилей

Источник: [Составлено автором].

Поскольку синергетический эффект от сделки заключается именно в том, что «ВКонтакте» представляет собой целую экосистему, и вхождение «Делимобиль» в эту экосистему и продвижение этого бренда в социальной сети приведут к тому, что увеличится количество пользователей сервиса. Как и в случае с IPO для дальнейшего прогноза базового реалистичного сценария использовалось среднее значение между индивидуальными достижениями компании и рынком, но к этому годовому приросту было добавлено 10% в качестве результата деятельности «ВКонтакте». В результате среднегодовой прирост получился на уровне 29% в промежуток с 2023 по 2025 год.

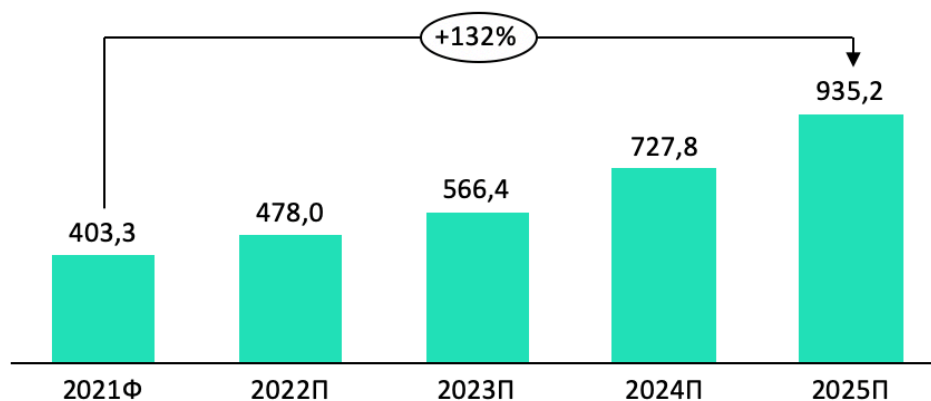


Рис. 9. Прогноз роста числа активных пользователей при продаже доли компании стратегическому инвестору, тыс. чел.

Источник: [Составлено автором].

На базе полученных данных при потенциальной продаже компании — прироста общего автопарка и роста числа пользователей — был рассчитан множитель, который был нужен для построения прогнозной выручки.

Для того, чтобы оценить обе стратегические инициативы методом дисконтированных денежных потоков, нужно понять ставку дисконтирования. В проспекте

эмиссии использовалась доналоговая ставка дисконтирования, которая равна 23,6%. Учитывая базу налога 20% в России, посленалоговая ставка дисконтирования составит 18,8%. Средний долгосрочный темп роста российской экономики роста равен 3,3%.

Необходимо также упомянуть и про основные предпосылки, которые использовались на прогнозном периоде для компании «Делимобиль». Так, например, в связи с тем, что на момент 2022 года ведущие производители автомобилей вследствие своей санкционной политики приостановили работу в России, большинство запчастей подорожали в среднем на 40%, что безусловно сказалось на себестоимости деталей в 2022 году.⁸⁹ Спад в экономике России также повлиял на заморозку рекламных бюджетов — рынок коммерческой рекламы на 2022 год потеряет порядка 50%⁹⁰. Средняя цена автомобилей, которые чаще всего используются сервисом «Делимобиль», а именно Hyundai Solaris, Volkswagen Polo и Kia Rio, была заложена на уровне 1,5 млн рублей, что несколько ниже розничной цены ввиду оптовых закупок. Стоимость покупки автомобилей в 2022 году увеличится на 30%, в 2023 году на 20%, в последующие годы стоимость будет расти на 10%.⁹¹ Уровень инфляции в России за 2022 год составит 20%, в 2023 г. снизится до 8%, а в последующих годах вернется на целевой по стране показатель 4%.⁹²

Таким образом, в данном параграфе были спрогнозированы основные операционные метрики и сделаны предпосылки, которые разграничивают две стратегические инициативы. Это важно, поскольку разный формат изменения структуры капитала приводит к тому, что меняются цели и задачи операционного бизнеса как такового. Далее обе стратегические инициативы будут оценены в деньгах по модели дисконтированных денежных потоков.

3.2. Оценка бизнеса компании «Делимобиль» при выходе на IPO и при M&A

Первым и основным финансовым показателем, который был рассчитан в ходе работы стала выручка. Оборот компании «Делимобиль» состоит из четырех частей — дохода от услуг каршеринга, дохода от услуг долгосрочной аренды и дохода от услуг доставки и других непредвиденных расходов клиентов (под этими расходами подразумеваются компенсации, которые платят пользователи при возникновении дорожно-транспортных происшествий по их вине). Основной метрикой для бюджетирования

⁸⁹ Российский каршеринг не планирует повышать тарифы [Электронный ресурс] // BFM. — URL: <https://www.bfm.ru/news/494833> (дата обращения: 28.03.2022).

⁹⁰ Возможен откат в 2011 год: что аналитики ждут от рынка рекламы в 2022 году [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/marketing/392856-vozmozhen-otkat-v-2011-god-chto-analitiki-zhdut-ot-rynka-reklamy-v-2022-godu> (дата обращения: 30.03.2022).

⁹¹ «АвтоВАЗ», Audi и Mercedes увеличивают цены из-за санкций [Электронный ресурс] // Ura.News. — URL: <https://ura.news/news/1052535682> (дата обращения: 28.03.2022).

⁹² Годовая инфляция в России ускорилась до 16,7% [Электронный ресурс] // Vedomosti. — URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2022/04/06/916972-godovaya-inflyatsiya-v-rossii-uskorilas-do-167> (дата обращения: 30.03.2022).

выручки является мультипликатор, который рассчитан на базе операционных показателей: предполагаемый рост количества поездок и увеличение количества пользователей сервиса. Также была учтена годовая инфляция в стране, которая также служит предпосылкой для роста оборота компании. Таким образом, была смоделирована выручка для обеих стратегических инициативы, которые отличаются величиной автопарка и темпом роста пользователей. Результаты по моделированию выручки представлены в Таблице 4. Отдельно необходимо отметить, что здесь и далее все расчеты при моделировании были сделаны самостоятельно на базе исторических данных из проспекта эмиссии по 2021 год, то есть первичные данные были приняты за базу, и уже на этом фундаменте были рассчитаны прогнозные значения с 2022 по 2025 год.

Таблица 4. Расчет выручки для стратегических опций «Делимобиль»

<i>Выручка, млн.руб</i>	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П
Выход на IPO	11 254	17 157	34 008	67 039	136 313
Продажа доли	11 254	17 157	28 832	45 242	69 429

Источник: [Составлено автором].

Далее была рассчитана себестоимость, которая исходя из проспекта эмиссии компании включает следующие статьи: ремонт и техническое обслуживание автомобилей, топливо (включая услуги по заправке топливом), заработная плата и социальные отчисления, разрешения на парковку, амортизация и прочие расходы. Для всех статей кроме разрешения на парковку и амортизации драйверами будущих периодов являются соответствующие показатели годового роста количества автомобилей в парке и годовая величина инфляции по стране, которая влияет на рост стоимости обслуживания автомобилей. Также в прогнозе за 2022 год был учтен отдельный скачок стоимости обслуживания автомобилей на 40% из-за курсовой разницы и сложностях при управлении цепями поставок.⁹³ Оплата парковки субсидируется из государственного бюджета, в данном случае в прогнозные периоды в качестве драйвера была заложена инфляция. Амортизация будущих периодов была спрогнозирована на базе соотношения общего количества автомобилей на балансе и их балансовой стоимости исходя из утверждения, полученного на интервью, что все активы компании амортизируются обычным линейным способом.

⁹³ Российский каршеринг не планирует повышать тарифы [Электронный ресурс] // ВФМ. — URL: <https://www.bfm.ru/news/494833> (дата обращения: 30.03.2022).

Таблица 5. Расчет себестоимости для стратегических опций «Делимобиль»

<i>Себестоимость, млн.руб</i>	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П
Выход на IPO	(10 490)	(14 312)	(24 575)	(35 775)	(57 819)
Продажа доли	(10 490)	(14 312)	(20 591)	(23 814)	(31 530)

Источник: [Составлено автором].

Коммерческие расходы в 2022 году были снижены вдвое вследствие падения рынка рекламы в России.⁹⁴ Такое падение за этот год обусловлено снижением активности в целом рынка исходя из будущей неопределенности и предполагаемого экономического кризиса. В условиях кризиса, в первую очередь, сокращается маркетинговый бюджет и бюджет развития. Последующие годы в рамках стратегической инициативы с выходом на IPO были спрогнозированы как среднее арифметическое по расходам на рекламу с 2019 по 2022 год, умноженное на величину инфляции за этот год. Стратегическая инициатива в рамках продажи доли крупному стратегическому инвестору, как вариант социальной сети «ВКонтакте», отличается отсутствием в модели прямых расходов на рекламу, так как будут использоваться инструменты самой социальной сети. Однако, те затраты, которые должен будет понести непосредственно сам «Делимобиль» для обеспечения коммерческой деятельности, были заложены в рамках прочих расходов.

Таблица 6. Расчет коммерческих расходов для стратегических опций «Делимобиль»

<i>Коммерческие затраты, млн.руб</i>	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П
Выход на IPO	(702)	(351)	(484)	(503)	(523)
Продажа доли	(702)	(351)	0	0	0

Источник: [Составлено автором].

Таблица 7. Расчет управленческих и административных расходов для стратегических опций «Делимобиль»

<i>Управл. и админ. расходы, млн.руб</i>	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П
Выход на IPO	(1 771)	(2 250)	(4 130)	(7 829)	(15 306)
Продажа доли	(1 771)	(2 250)	(3 502)	(5 283)	(7 796)

⁹⁴ Возможен откат в 2011 год: что аналитики ждут от рынка рекламы в 2022 году [Электронный ресурс] // Вc. — URL: <https://vc.ru/marketing/392856-vozmozhen-otkat-v-2011-god-chto-analitiki-zhdut-ot-rynka-reklamy-v-2022-godu> (дата обращения: 30.03.2022).

Источник: [Составлено автором].

Основным драйвером для управленческих и административных расходов стали прогнозные темпы роста выручки. Чем больше количество автопарка и усилий на рост месячной аудитории сервиса, тем больше затраты на менеджмент сервиса и на трансакционные издержки, связанные с этим управлением.

Прочие доходы в основном состоят из переоценки активов. Так как на балансе компании «Делимобиль» находится большое количество автомобилей, необходима ежегодная переоценка на фоне устойчивого роста цен на б/у автомобили в России. Так, например, средняя стоимость б/у автомобилей с сентября 2014-го по июнь 2021 года увеличилась на 66%, что касается автомобилей в возрасте до 7 лет рост цен оказался вдвое выше на уровне 132%.⁹⁵

Таблица 8. Расчет прочих доходов для стратегических опций «Делимобиль»

<i>Прочие доходы,</i> <i>млн.руб</i>	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П
Выход на IPO	1 153	1 465	2 370	3 694	5 755
Продажа доли	1 153	1 465	1 916	2 339	2 794

Источник: [Составлено автором].

Также прочими доходами принимаются полученные субсидии и страховое возмещения в связи с претензиями о повреждении автомобилей пользователями сервиса. Драйвером для прочих доходов были темпы роста выручки и инфляции в стране.

Прочие расходы включают в себя списания НДС и убытки, понесенные при расторжении договоров аренды. Также под прочими расходами принимаются расходы на размещение акций на бирже в рамках стратегической инициативы по выходу на IPO и процент от сделки M&A сопровождающим подрядчикам. Процесс выхода на фондовый рынок очень дорогостоящий — для проведения этой процедуры необходимо потратить минимум \$1,5 млн., а также быть готовым заплатить за услуги андеррайтера — до 12% от стоимости самого размещения. В рамках построения данной модели была взята сумма \$1,5 млн. и 10% от \$600 млн. (предполагаемая примерная стоимость компании).⁹⁶ Что касается прочих расходов в рамках продажи доли стратегическому инвестору для сопровождения сделки была заложена ставка в размере 5%. Также в прочие расходы входят обслуживающие издержки на поддержание коммерческой деятельности в случае с

⁹⁵ Как менялись цены на автомобили с пробегом в России? [Электронный ресурс] // Autostat. — URL: <https://www.autostat.ru/infographics/48987/> (дата обращения: 02.04.2022).

⁹⁶ Как компании выйти на IPO и зачем это нужно [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/finance/200380-kak-kompanii-vyyti-na-ipo-i-zachem-eto-nuzhno> (дата обращения: 02.04.2022).

инициативой по продаже доли стратегическому инвестору. Драйвером для остальных прочих расходов были темпы роста выручки и инфляции в стране.

Таблица 9. Расчет прочих расходов для стратегических опций «Делимобиль»

<i>Прочие расходы,</i> <i>млн.руб</i>	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П
Выход на IPO	(287)	(5 466)	(589)	(918)	(1 431)
Продажа доли	(287)	(3 523)	(4 607)	(5 626)	(6 719)

Источник: [Составлено автором].

Выше были приведены основные показатели с динамикой прогноза в рамках отчета о прибылях и убытках. Полная финансовая модель по стратегической инициативе с выходом на IPO приведена в Приложении 1. Полная финансовая модель по стратегической инициативе продажи доли компании социальной сети «ВКонтакте» приведена в Приложении 2. Эти прогнозы были рассчитаны для того, чтобы построить свободные денежные потоки по следующей формуле:

$$FCFF = EBIT * (1 - T) + D\&A - \Delta NWC - CAPEX, (1)$$

где

FCFF — свободный денежный поток для фирмы;

EBIT — прибыль до вычета процентов и налогов;

(1-T) — налоговый щит;

D&A — износ и амортизация;

ΔNWC — чистое изменение оборотного капитала;

CAPEX — капитальные затраты.

Прибыль до вычета процентов и налогов была рассчитана в рамках построения прогнозной финансовой модели. Износ и амортизация также уже были рассчитаны, так как этот показатель является частью себестоимости. Капитальные затраты калькулировались исходя из ежегодного прироста автопарка и средней стоимости автомобиля в размере 1,5 млн рублей. Эта величина ежегодно корректировалась на величину инфляции. Особо стоит отметить, что обе модели предполагают полное взятие автомобиля на баланс, поскольку в связи со сложной экономической ситуацией во многом обострилось отношение между таксомоторными компаниями, сервисами каршеринга и лизинговыми фирмами.⁹⁷ Изменение оборотного капитала исторически в компании «Делимобиль» было рассчитано на основе балансовых показателей посредством вычитания текущих обязательств из

⁹⁷ Каршеринг «Яндекс.Драйв» может потерять до 35% парка из-за кризиса [Электронный ресурс] // Fontanka. — URL: <https://www.fontanka.ru/2022/04/20/71271233/> (дата обращения: 02.04.2022).

текущих активов. Стоит отметить, что специфика компании «Делимобиль» не предполагает большого количества запасов, дебиторской и кредиторской задолженности на балансе, поскольку компания работает в сегменте B2C с достаточно небольшим операционным циклом. Ежегодные изменения в оборотном капитале компании также минимальны.

Далее были спрогнозированы ежегодные FCFF для каждой из стратегических инициатив. Результаты представлены на рисунках ниже.

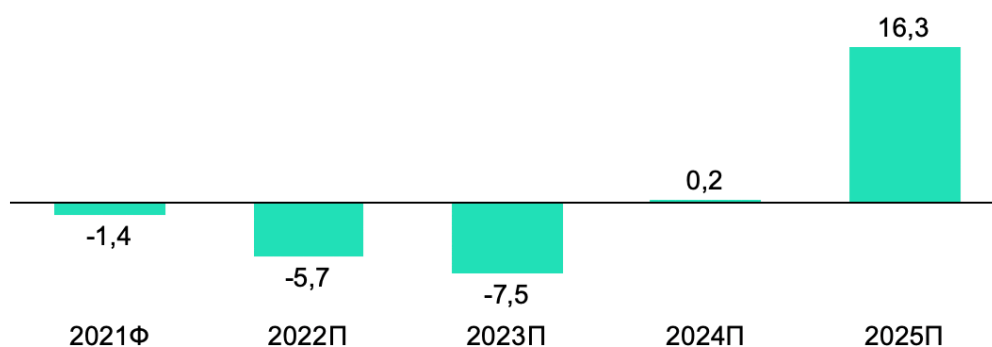


Рис. 10. Прогноз FCFF при реализации выхода на IPO, млрд. руб.

Источник: [Составлено автором].

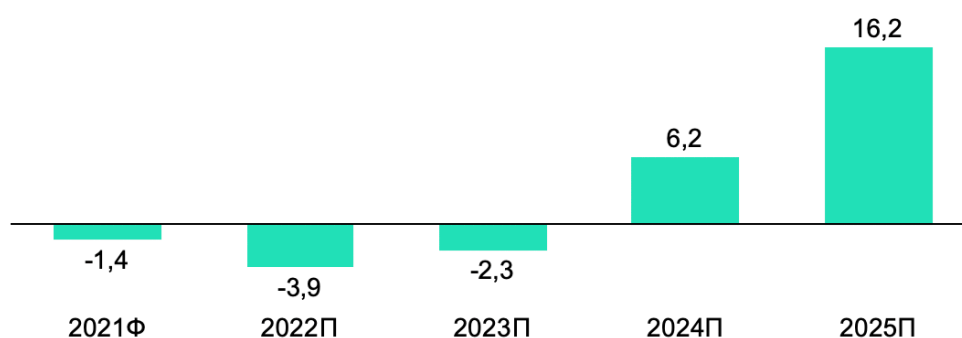


Рис. 11. Прогноз FCFF при реализации продажи доли компании стратегическому инвестору, млрд. руб.

Источник: [Составлено автором].

Полученные значения денежных потоков будут использоваться в ходе построения двухпериодной модели DCF, которая включает в себя промежуточные денежные потоки в прогнозном периоде и денежные потоки в постпрогнозный период. Расчет терминальной

стоимости компании является одним из ключевых шагов при оценке бизнеса, потому что именно эта часть составляет более 50% справедливой стоимости предприятия.⁹⁸

Терминальная оценка базируется на предположении, что за рамками горизонта прогноза компания просто стабильно продолжает работу и постоянно приносит доход. Рассчитывается по следующей формуле ниже.

$$TV = \frac{CF_0 \cdot (1+g)}{D-g}, (2)$$

где

CF_0 — свободный денежный последний прогнозного периода;

D — ставка дисконтирования;

g — долгосрочный темп роста экономики.

Следующим шагом для оценки приведенной стоимости всего бизнеса является дисконтирование каждого FCF с оговоренной ставкой дисконтирования 18,8%. Также при дисконтировании денежных потоков учитывался темп роста рынка g равный 3,3%. Сумма всех дисконтированных платежей называется Equity Value — стоимость акционерного капитала. Для того, чтобы найти стоимость бизнеса Enterprise Value, необходимо к Equity Value прибавить весь долг организации и вычесть денежные средства на балансе. Формула представлена ниже.

$$Enterprise Value = Equity Value + Total Debt - Cash, (3)$$

где

Enterprise Value — стоимость бизнеса;

Equity Value — стоимость акционерного капитала;

Total Debt — совокупный долг организации;

Cash — денежные средства на балансе.

В Таблице 10 представлены итоговые результаты оценки бизнеса «Делимобиль».

Таблица 10. Результаты оценки бизнеса «Делимобиль» при реализации различных стратегических опций

	ИПО	Продажа доли
Equity value млрд. руб.	50,8	61,7
Total debt, млрд. руб.	12,4	12,4
Cash, млрд. руб.	0,17	0,17
Enterprise value, млрд. руб.	63	74
Enterprise value, млн. долл.	741,9	857,6

⁹⁸ Завадовская В. Как посчитать справедливую стоимость компании по модели DCF. [Электронный ресурс] // Bcs-express. — URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-poschitat-spravedlivuiu-stoimost-kompanii-po-modeli-dcf> (дата обращения: 02.04.2022).

Источник: [Составлено автором].

В Таблице 9 были приведены результаты сравнительного анализа оценки бизнеса для двух стратегических инициатив:

- Выход на IPO с таким же операционным планом, с которым компания планировала выходить на публичную биржу в конце 2021 года;
- Продажа доли компании стратегическому инвестору при реализации более скромных планов по росту автопарка и активных маркетинговых кампаниях.

Поскольку одним из основных драйверов выручки при реализации продажи доли компании является рост показателя MAU, при этом помимо органического роста большую роль в этом росте играет потенциальный инвестор — «ВКонтакте». Как уже говорилось ранее, в рамках базового реалистичного сценария использовалось среднее значение между индивидуальными достижениями компании и рынком, при этом к этому годовому приросту было добавлено 10% в качестве результата деятельности «ВКонтакте». Так как сама эта цифра дополнительного прироста была взята как бенчмарк в связи с эффективностью маркетинговых кампаний в Интернете, однозначно нельзя утверждать, что изменение будет именно таким. Было принято решение рассмотреть несколько сценариев для стратегической инициативы продажи доли компании «Делимобиль» и провести анализ чувствительности. Пессимистичный сценарий выделен красным цветом в Таблице 10, оптимистичный — зеленым, а базовый сценарий, который был описан выделен ранее, желтым цветом

Таблица 11. Сценарный анализ стратегической инициативы продажи доли компании «Делимобиль»

Дополнительный эффект прироста MAU в результате деятельности VK, %	Enterprise Value, млн. долл.
7%	761,7
8%	764,3
9%	810,6
10%	857,6
11%	905,3
12%	953,6
13%	1 024,9

Источник: [Составлено автором].

Исходя из полученных результатов на оценку стоимости бизнеса достаточно сильно влияют результаты работы стратегического инвестора «ВКонтакте» в части маркетинга. Так, например, оценка бизнеса в зависимости от действий крупной российской экосистемы

может меняться от 761,7 млн. долларов при пессимистичном сценарии до 1 024,9 млн. долларов при оптимистичном. При этом базовая оценка данной стратегической опции составляет 857,6 млн. долларов. Стоит отметить, что согласно построенным финансовым моделям стратегическая инициатива выхода на IPO все равно будет менее привлекательной даже в сравнении с самым негативным сценарием продажи доли экосистеме «ВКонтакте».

Таким образом, в ходе данного параграфа были получены возможные оценки бизнеса компании «Делимобиль» при реализации двух разных стратегических инициатив. Исходя из полученных оценок можно сделать вывод, что на конец 2022 года для одного из лидеров российского каршеринга более привлекательной опцией будет трансформация собственности через продажу доли своей компании крупной социальной сети «ВКонтакте» нежели, чем публичное размещение акций компании.

3.3. Анализ стратегических инициатив и рекомендации для топ-менеджмента компании «Делимобиль»

В предыдущем параграфе были проведены финансовые расчеты, которые стали полезны для обоснования стратегических инициатив с финансовой точки зрения. Прежде чем перейти к сравнительной таблице этих решений на конец 2022 года, был проведен сопоставительный анализ с оценкой компании в 2021 году перед выходом на IPO. Во-первых, такой анализ полезен, так как покажет, как именно на бизнесе сказалась политическая и экономическая нестабильность, начавшаяся в 2022 году. Во-вторых, это поможет точнее понять потенциальный размер доли компании, которая впоследствии может быть размещена на бирже или продана другой компании.

Так, например, бизнес компании «Делимобиль» в 2021 году был оценен в размере \$760 млн — \$912 млн, в среднем — \$836 млн. Объем размещения — \$200 млн — \$240 млн. Примерный диапазон размещения — \$10 — \$12 за ADS, средняя цена — \$11.⁹⁹

Объем размещения в среднем составлял 26% от стоимости бизнеса. Поскольку операционный план компании при выходе на IPO не меняется, к корректировкам подлежит лишь требуемая сумма инвестиций. Так как часть полученных денег пойдет на закупку автомобилей, которые в 2022 году сильно подскочили в цене, объем размещения 2021 года был проиндексирован на процент роста стоимости автомобилей. Таким образом, объем размещения на конец 2022 года — \$264 млн, что составляет 36% от новой стоимости бизнеса. При этом полученные деньги в таком случае не смогут полностью покрыть затраты организации на покупку капитальных активов в таких размерах.

⁹⁹ Разбор компании «Делимобиль» | IPO «Делимобиль» [Электронный ресурс] // Smart-Lab. — URL: <https://smart-lab.ru/blog/736520.php> (дата обращения: 08.04.2022).

Было сделано предположение, что продаваемый пакет компании «Делимобиль» для потенциального покупателя «ВКонтакте» будет также иметь стоимость \$264 млн. В таком случае, это составляет 31% от новой стоимости бизнеса, что уже меньше, чем при IPO. Однако нужно иметь в виду, что продажа части компании говорит о том, что «Делимобиль» не подразумевает необходимость в закупки большого количества капитальных активов. В общей сложности на них с 2023 по 2025 год включительно будет потрачено \$232,5 млн., что меньше, чем продаваемый пакет. Поскольку «Делимобиль» уже в 2024 году при продаже части компании генерирует положительный денежный поток, нет необходимости продавать такую большую долю. Так как нельзя заранее без переговоров с топ-менеджментом «ВКонтакте» наверняка сказать, какое количество денег они будут готовы инвестировать, можно предположить допустимый интервал для такой сделки, то есть такой интервал, который позволит закупить необходимое количество автомобилей и закрыть имеющийся на балансе компании долг. Предполагаемый интервал доли с учетом различных сценариев проекта \$220 млн — \$260 млн, а в среднем \$240 млн, что составляет 23% стоимости бизнеса при позитивном сценарии и 32% при негативном. В случае базового сценария это 28% от стоимости бизнеса.

Перед тем как давать конкретные рекомендации для менеджмента компании «Делимобиль» все идеи были агрегированы в одну сводную таблицу исходя из нескольких критериев. В первую очередь, была рассмотрена сложность реализации — какие усилия нужно приложить для того, чтобы осуществить ту или иную сделку. Вторым немаловажным критерием стала продаваемая доля компании — чем она больше, тем больше рисков для собственника. Третий фактор — это фундаментальная оценка бизнеса, то есть его способность генерировать будущие потоки, приведенная к настоящему времени. Чем лучше выстроена бизнес-модель, тем больше денежный поток генерируется компанией и, как следствие, больше получает собственник. В качестве четвертого фактора были рассмотрены риски обоих проектов. Так как отличие стратегических опций заключается не только в способе привлечения дополнительного капитала в компанию путем продажи ее доли, но и в разных операционных моделях ведения бизнеса, риски также будут разные.

Таблица 12. Сравнительная таблица стратегических опций

Критерии	IPO	Продажа доли
Сложность реализации	Продолжительная процедура — несмотря на то, что «Делимобиль» часть подготовки уже провел, нужно провести	<ul style="list-style-type: none"> Продолжительная процедура — в отличие от IPO время на продажу компании не может быть

Продолжение Таблицы 11

Критерии	IPO	Продажа доли
	<p>большую работу для корректировки этих материалов в условиях новой экономической реальности</p> <ul style="list-style-type: none"> • Процедура выхода на IPO очень дорогостоящая; в разы дороже процентов, которые компания должна заплатить сопровождающим сделку при M&A 	<p>четко определено из-за времени на поиск клиента</p>
Фундаментальная оценка	<ul style="list-style-type: none"> • Стоимость бизнеса при сохранении уже заложенных операционных планов на IPO в 2021 году оценена в 63 млрд. рублей (742 тыс. долларов), что меньше, чем при продаже доли компании 	<ul style="list-style-type: none"> • Стоимость бизнеса при изменении операционных планов на сдержанный рост автопарка и активный рост пользователей сервиса вследствие маркетинговых компетенций «ВКонтакте» оценена в 73 млрд. рублей (858 тыс. долларов), что больше, чем при IPO
Продаваемая доля	<ul style="list-style-type: none"> • Предполагаемая доля для публичного размещения — 36% от всей компании, что больше, чем при M&A 	<ul style="list-style-type: none"> • Предполагаемая доля для публичного размещения — 20-25% от всей компании, что меньше, чем при IPO
Риски	<ul style="list-style-type: none"> • Сложности в закупках новых автомобилей для 	<ul style="list-style-type: none"> • Существующая вероятность того, что

Продолжение Таблицы 11

	<p>данной инициативы является наиболее чувствительными в связи с тем, что операционная модель опирается на агрессивный рост автопарка в отличие от модели с продажей компании, когда упор делается на рост числа пользователя (снижение времени простоя автомобилей)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Риск не закрыть книгу заявок в ходе проведения IPO в связи с неопределенностью будущей экономики 	<p>сделка с потенциальным покупателем «ВКонтакте» может сорваться, поскольку «Делимобиль» находится в ситуации, когда продать долю нужно в большей степени для «Делимобиль» нежели, чем купить эту долю собственникам VK</p> <ul style="list-style-type: none"> • Риск продажи доли в компании «Делимобиль» с дисконтом в связи с неопределенностью будущей экономики
--	---	--

Источник: [Составлено автором].

Исходя из проанализированных данных можно сделать вывод, что стратегическая инициатива по продаже части компании крупному IT-гиганту с ключевыми компетенциями в маркетинге и рекламе, для «Делимобиль» интереснее. Одной из таких потенциальных компаний-поглотителей можно назвать социальную сеть «ВКонтакте», которая сейчас активно развивает свою экосистему продуктов.

Основные рекомендации для компании «Делимобиль» следующие:

- Рассмотреть возможность продажи бизнеса крупному IT-гиганту с ключевыми компетенциями в маркетинге и рекламе для того, чтобы решить задачи по существенного увеличения поездок на одну машину за счет роста общего количества пользователей;
- Пересмотреть операционную стратегию развития компании в сторону более сдержанного роста автопарка и существенного увеличения поездок на одну машину за счет роста общего количества пользователей;

- Сконцентрироваться на развитии компании на внутреннем рынке в городах с населением больше 500 тысяч человек, а также в городах-миллионерах; отойти от планов выхода за рубеж.

Таким образом, в Главе 3 были проанализированы наиболее релевантные для компании «Делимобиль» инициативы для привлечения долевого финансирования — продажа доли компании стратегическому инвестору и выход компании на IPO. Оценка приведенной стоимости двух инициатив для «Делимобиль» разная за счет разных операционных показателей, к которым привязана вся финансовая отчетность и финансовая модель будущих денежных потоков.

Так, при выборе размещения на публичной бирже за основу были взяты цели, поставленные компанией в 2021 году; при продаже доли компании цели стали менее агрессивными, фокус был сделан на маркетинг и повышение показателя MAU.

Стратегическая инициатива по продаже доли компании стратегическому инвестору даже при самом негативном сценарии почти на 20 млн. долларов привлекательнее, чем выход на IPO. В рамках дальнейшего развития компании «Делимобиль» стоит сфокусироваться на российском рынке и сконцентрироваться на менее агрессивной политике расширения автопарка в связи с растущей стоимостью покупки и обслуживания автомобилей.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью консалтингового проекта для компании «Делимобиль» является разработка рекомендаций для топ-менеджмента компании по выбору варианта трансформации структуры собственности.

Для достижения этой цели были выполнены следующие задачи:

1. В ходе анализа теоретической базы долевых методов финансирования было идентифицировано семь возможных форм: IPO, M&A, венчурный капитал, капитал «бизнес-ангелов», акционерный краудфандинг, мезонинное финансирование и финансирование SBIC. В дальнейшем анализе не рассматривалось мезонинное финансирование и финансирования SBIC вследствие непопулярности таких способов трансформации структуры собственности на рынке России;
2. В ходе финансового анализа компании «Делимобиль» были выявлены две основные причины, исходя из которых было принято решение отложить выход на IPO. Первая причина: не была закрыта книга заявок в связи с тревожными финансовыми показателями, которые не вселяли инвесторам уверенность в будущем росте стоимости компании. Вторая причина: неблагоприятный внешнеэкономический фон за счет роста стоимости комплектующих для автомобилей и, как следствие, увеличение цены обслуживания и приобретения новых автомобилей, что требовало паузы для финансовой переоценки компании;
3. В ходе сопоставления выводов из теоретического и финансового анализа были сделаны выводы о том, что такие формы долевого финансирования, как капитал «бизнес-ангелов», венчурные инвестиции и акционерный краудфандинг для компании не актуальны, в первую очередь, вследствие их применимости на начальных стадиях жизненного цикла организации, а также из-за недоверия зарубежных фирм российскому бизнесу; наиболее актуальные стратегические инициативы — IPO и M&A;
4. В ходе финансового моделирования стоимости компании «Делимобиль» на конец 2022 года были получены следующие результаты: при реализации стратегической инициативы по выходу на IPO стоимость бизнеса составила 742 млн.долл., при реализации стратегической инициативы по продаже доли бизнеса оценка варьируется от 761,7 млн. долларов при пессимистичном сценарии до 1 024,9 млн. долларов при оптимистичном. При этом базовая оценка данной стратегической опции составляет 857,6 млн. долларов. Стоит отметить, что согласно построенным финансовым моделям стратегическая инициатива выхода на IPO все равно будет

менее привлекательной даже в сравнении с самым негативным сценарием продажи доли экосистеме «ВКонтакте»;

5. По итогам анализа были предоставлены управленческие рекомендации для топ-менеджмента компании «Делимобиль»: рассмотреть вариант по привлечению долевого финансирования посредством продажи части доли компании крупному IT гиганту, пересмотреть операционную стратегию развития компании в сторону более сдержанного роста автопарка, сконцентрироваться на развитии компании на внутреннем рынке.

Данное исследование может быть полезно в практической деятельности, поскольку направлено на поиск решения для конкретной задачи и для конкретного клиента. Благодаря усилиям, проделанным в этой работе, компания «Делимобиль» сможет иначе подойти к вопросу о выборе источника долевого финансирования и, как следствие, произвести трансформацию структуры собственности таким образом, чтобы этот шаг был максимально эффективен с финансовой точки зрения.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. «АвтоВАЗ», Audi и Mercedes увеличивают цены из-за санкций [Электронный ресурс] // Ura.News. — URL: <https://ura.news/news/1052535682> (дата обращения: 28.03.2022).
2. Аммосов Ю. Венчурный капитализм: от истоков до современности, – СПб.: РАВИ, 2004.
3. Бизнес-ангелы [Электронный ресурс] // Borovic. — URL: https://www.borovic.ru/index_p_7_p_4.html (дата обращения: 16.02.2022).
4. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Брейли Р. Майерс С. Олимп-Бизнес, 2016.
5. «ВКонтакте» усилил направление поддержки малого и среднего бизнеса [Электронный ресурс] // Adindex. — URL: <https://adindex.ru/news/digital/2022/03/14/303269.phtml> (дата обращения: 20.03.2022).
6. Возможен откат в 2011 год: что аналитики ждут от рынка рекламы в 2022 году [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/marketing/392856-vozmozhen-otkat-v-2011-god-chto-analitiki-zhdut-ot-rynka-reklamy-v-2022-godu> (дата обращения: 30.03.2022).
7. Волков А. Инвестиционные проекты: от моделирования до реализации. Издательство Вершина. 2006.
8. «ВТБ Капитал» купил миноритарную долю во владельце каршеринга «Делимобиль» за \$75 млн [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.ru/newsroom/karera-i-svoy-biznes/431407-vtb-kapital-kupil-minoritarnuyu-dolyu-vo-vladelce-karsheringa> (дата обращения: 09.03.2022).
9. Годовая инфляция в России ускорилась до 16,7% [Электронный ресурс] // Vedomosti. — URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2022/04/06/916972-godovaya-inflyatsiya-v-rossii-uskorilas-do-167> (дата обращения: 30.03.2022).
10. «Делимобиль» нашел новый путь на биржу [Электронный ресурс] // Cnews. — URL: https://www.cnews.ru/news/top/2021-12-15_delimobil_nashel_novyj (дата обращения: 09.03.2022).
11. «Делимобиль» отложил IPO из-за плохого спроса на бумаги [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.ru/tekhnologii/445323-delimobil-otlozil-ipo-iz-za-plohogo-sprosa-na-bumagi> (дата обращения: 14.03.2022).

12. «Делимобиль» решил перенести IPO из-за «рыночных условий» [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.ru/finansy/445123-delimobil-resil-perehenesti-ipo-iz-za-rynocnyh-uslovij> (дата обращения: 14.03.2022).
13. Завадовская В. Как посчитать справедливую стоимость компании по модели DCF. [Электронный ресурс] // Vcs-express. — URL: <https://vcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-poschitat-spravedlivuiu-stoimost-kompanii-po-modeli-dcf> (дата обращения: 02.04.2022).
14. Ильяшенко А. Что такое венчурные инвестиции и как они помогают компаниям найти деньги в самом начале работы [Электронный ресурс] Mc.Today. — URL: <https://mc.today/venchurnye-investitsii/> (дата обращения: 22.02.2022).
15. Инвестиционный тизер и меморандум [Электронный ресурс] // Мкpcn. — URL: <https://mkpcn.ru/services/finans-consalting/investicionnyj-tizer-i-memorandum> (дата обращения: 16.02.2022).
16. Исследование по каршерингу и карпулингу [Электронный ресурс] // Unece. — URL: <https://unece.org/fileadmin/DAM/trans/doc/2020/sc1/ECE-TRANS-SC1-INF-OCT-2020-4r.pdf> (дата обращения: 01.03.2022).
17. Исследование Тинькофф: во вторую волну пандемии поездки на каршеринге выросли на 26% [Электронный ресурс] // Tinkoff. — URL: <https://www.tinkoff.ru/about/news/28122020-tinkoff-research-second-pandemic-wave-carsharing-trips-grew-by-26-percent/> (дата обращения: 09.03.2022).
18. Исследование: Типичный пользователь каршеринга в 2018 г. тратил на услугу почти 3,5 тыс. руб. в месяц [Электронный ресурс] // Mskagency. — URL: <https://www.mskagency.ru/materials/2875751> (дата обращения: 04.03.2022).
19. Как компании выйти на IPO и зачем это нужно [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/finance/200380-kak-kompanii-vyyti-na-ipo-i-zachem-eto-nuzhno> (дата обращения: 02.04.2022).
20. Как менялись цены на автомобили с пробегом в России? [Электронный ресурс] // Autostat. — URL: <https://www.autostat.ru/infographics/48987/> (дата обращения: 02.04.2022).
21. Как IPO, только без IPO: чем традиционный выход на биржу уступает набирающему популярность SPAC [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/finance/175401-kak-ipo-tolko-bez-ipo-chem-tradicionnyy-vyhod-na-birzhu-ustupaet-nabirayushchemu-populyarnost-spac> (дата обращения: 30.01.2022).

22. Каршеринг «Яндекс.Драйв» может потерять до 35% парка из-за кризиса [Электронный ресурс] // Fontanka. — URL: <https://www.fontanka.ru/2022/04/20/71271233/> (дата обращения: 02.04.2022).
23. Котлер Ф., Янг Д., Картаджайя Х. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. Альпина Паблишер. 2009.
24. Кузнецов И. Инвестиции в стартапы без венчурных инвесторов: как устроен рынок краудинвестинга [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/finance/222366-investicii-v-startapy-bez-venchurnyh-investorov-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga> (дата обращения: 22.02.2022).
25. Кучерова О. Как работает поминутное страхование при краткосрочной аренде автомобиля. [Электронный ресурс] // Banki. — URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=9811279> (дата обращения: 04.03.2022).
26. Мезонинное финансирование (Mezzanine Financing) [Электронный ресурс] // Esfccompany. - URL: <https://esfccompany.com/projects/konsalting/mezoninnoe-finansirovanie-mezzanine-financing> (дата обращения: 23.01.2022).
27. Общие колеса [Электронный ресурс] // Kommersant. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4836676> (дата обращения: 04.03.2022).
28. Поваров Д. Венчурное инвестирование малых инновационных предприятий. Вестник Астраханского государственного технического университета. 2005
29. Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже [Электронный ресурс] // PWC. — URL: <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf> (дата обращения: 01.02.2022).
30. Пять лет в пути: история каршерингового сервиса «Делимобиль» [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/delimobil/157526-birthday> (дата обращения: 09.03.2022).
31. Разбор компании «Делимобиль» | IPO «Делимобиль» [Электронный ресурс] // Smart-Lab. — URL: <https://smart-lab.ru/blog/736520.php> (дата обращения: 08.04.2022).
32. Разработка беспилотников "Яндекса" приостановила работу в США [Электронный ресурс] // Interfax. — URL: <https://www.interfax.ru/business/826482> (дата обращения: 18.03.2022).
33. Реорганизация юридического лица [Электронный ресурс] // Audit-it. — URL: https://www.audit-it.ru/terms/agreements/reorganizatsiya_yuridicheskogo_litsa.html (дата обращения: 16.02.2022).

34. Российский каршеринг не планирует повышать тарифы [Электронный ресурс] // BFM. — URL: <https://www.bfm.ru/news/494833> (дата обращения: 28.03.2022).
35. Рубль продолжил падение. Что это значит для авторынка [Электронный ресурс] // Autonews. — URL: <https://www.autonews.ru/news/6214dcfd9a7947b29aec0f4c> (дата обращения: 18.03.2022).
36. Рынок шеринга в России впервые превысил 1 трлн руб. [Электронный ресурс] // Trends.Rbc. — URL: <https://trends.rbc.ru/trends/sharing/602e3a369a79477994233cb3> (дата обращения: 01.03.2022).
37. С чистого листа. Что такое SPAC // Vcs-express. — URL: <https://vcs-express.ru/novosti-i-analitika/s-chistogo-lista-cto-takoe-spac> (дата обращения: 30.01.2022).
38. «Сбербанк»: каршеринг и такси отожрут долю рынка у личного транспорта. [Электронный ресурс] // Carsharik. — URL: <https://carsharik.ru/tag/statistika/> (дата обращения: 04.03.2022).
39. Сервис каршеринга "Делимобиль" готовится к IPO на \$350 млн на NYSE осенью, выбрал банки [Электронный ресурс] // Finam. — URL: <https://www.finam.ru/analysis/newsitem/servis-karsheringa-delimobil-gotovitsya-k-ipon-na-350-mln-na-nyse-osenyu-vybral-banki-20210907-144443/> (дата обращения: 14.03.2022).
40. Слияние и поглощение компаний [Электронный ресурс] Valen-legal. — URL: <https://valen-legal.com/ru/news/sliyanie-i-pogloshhenie-kompanij/> (дата обращения: 22.02.2022).
41. СПАРК [Электронный ресурс] // Spark-Interfax. — URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card#/foreign/C94FFA7195C5648CE053219AA8C0BC38/230> (дата обращения: 12.03.2022).
42. Теплова Т. Эффективный финансовый директор, учебно-практическое пособие. Глава 5. Создание стоимости финансовыми решениями, изд. ЮРАЙТ. 2008.
43. Траченко М., Кожанова А. Специфика структуры финансирования стартапов на разных стадиях их жизненного цикла [Электронный ресурс] // Researchgate. — URL: https://www.researchgate.net/publication/337722923_Specifics_of_Startup_Financing_at_Different_Stages_of_the_Life_Cycle (дата обращения: 01.02.2022).

44. Фонд развития интернет-инициатив. Путь стартапа [Электронный ресурс] // IIDF. — URL: https://www.iidf.ru/upload/iblock/3b5/startup_way_2015.pdf (дата обращения: 01.03.2022).
45. Через два-три года московский каршеринг будет закрыт для новых игроков [Электронный ресурс] // Vc. — URL: <https://vc.ru/pwc/73168-carsharing> (дата обращения: 04.03.2022).
46. Число пользователей каршеринга в Москве растет на 15% [Электронный ресурс] // TASS. — URL: https://tass.ru/moskva/7776891?utm_source=google.com&utm_medium=organic&utm_campaign=google.com&utm_referrer=google.com (дата обращения: 28.03.2022).
47. Что такое мезонинное финансирование. Объясняем простыми словами [Электронный ресурс] // Secretmag. — URL: <https://secretmag.ru/enciklopediya/chto-takoe-mezoninnoe-finansirovanie-obyasnyаем-prostymi-slovami.htm> (дата обращения: 23.01.2022).
48. Чулок А. Что такое шеринг-экономика? [Электронный ресурс] // Postnauka. — URL: <https://postnauka.ru/faq/82383> (дата обращения: 01.03.2022).
49. «Яндекс» протестирует беспилотное такси в московском районе Ясенево [Электронный ресурс] // Vedomosti. — URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/news/2021/09/08/885708-bespilotnoe-taksi> (дата обращения: 18.03.2022).
50. Banton C. Equity Financing. Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2022.
51. Black M., Tarver J. Equity Crowdfunding: What Is It & How Does It Work? [Электронный ресурс] // Forbes. — URL: <https://www.forbes.com/advisor/business-loans/equity-crowdfunding/> (дата обращения: 18.02.2022).
52. Carlson R. 7 Types of Equity Financing for Small Business. Avoid Loans and Other Debt by Financing with Equity. Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2020.
53. Crowdfunding: an opportunity to increase access to finance for MSMEs in ACP countries [Электронный ресурс] // Icr-facility. — URL: https://www.icr-facility.eu/fileadmin/files/downloads/icreports/icreport_crowdfunding_english.pdf (дата обращения: 22.02.2022).
54. Delimobil Holdings S.A. PRELIMINARY PROSPECTUS [Электронный ресурс] // Sec.Gov. — URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001872309/000119312521306346/d181580df1a.htm> (дата обращения: 30.03.2022).

55. Global IPO Watch [Электронный ресурс] // PWC. — URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/global-ipo-watch.html> (дата обращения: 22.02.2022).
56. Global Venture Funding And Unicorn Creation In 2021 Shattered All Records [Электронный ресурс] // News.Crunchbase. — URL: <https://news.crunchbase.com/news/global-vc-funding-unicorns-2021-monthly-recap/> (дата обращения: 22.02.2022)
57. IPO «Делимобиля»: стоит ли инвестировать в сервис каршеринга [Электронный ресурс] // Journal.Tinkoff. — URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/review-ipo-dmob/> (дата обращения: 14.03.2022).
58. Maverick J. Equity Financing vs. Debt Financing: What's the Difference? Investopedia Corporate Finance & Accounting. 2022.
59. Shared Economy: WeWork, Uber, Airbnb and Lyft [Электронный ресурс] // Bccresearch. — URL: <https://www.bccresearch.com/market-research/finance/shared-economy-wework-uber-airbandb-lyft-market.html> (дата обращения: 01.03.2022).
60. СПАС как альтернатива IPO [Электронный ресурс] // If24. — URL: <https://www.if24.ru/spac-kak-alternativa-ipo/> (дата обращения: 30.01.2022).
61. Thakur M. Shared Economy. Shared Economy Definition. 2022.
62. UNH Finds Angel Investor Market on the Rise in 2020 [Электронный ресурс] // Unh.Edu. — URL: <https://www.unh.edu/unhtoday/news/release/2021/05/19/unh-finds-angel-investor-market-rise-2020> (дата обращения: 22.02.2022).
63. Value of mergers and acquisition (M&A) transactions worldwide from 2010 to 2021 [Электронный ресурс] Statista. — URL: <https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/> (дата обращения: 22.02.2022).
64. VK становится больше [Электронный ресурс] // VK. — URL: <https://vk.com/ecosystem> (дата обращения: 20.03.2022).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Отзыв компании «Делимобиль» на прикладной проект

делимобиль

Исх. № 3019 от 30.05.2022

Рецензия на выпускную квалификационную работу

Формат: прикладной проект

Тема: «Оценка компании при изменении структуры собственности: анализ стратегических альтернатив для компании «Делимобиль»

Автор: Картасиди Кирилл Николаевич

Прикладной консалтинговый проект для компании «Делимобиль» написан логически, последовательно, четко и ясно. Выполненная работа в полной мере отвечает поставленной цели и является законченным исследованием. Студент продемонстрировал хорошие аналитические способности, умение анализировать и систематизировать собранную информацию, а также делать самостоятельные выводы, предложения и обобщения. Рекомендации Картасиди Кирилла Николаевича являются полезными для рассмотрения в рамках вопроса по выбору стратегии дальнейшего развития компании. Работа студента отличается обоснованностью и убедительностью фактов, что свидетельствует о четкой проработке проблематики проекта.

Хотелось бы отметить отдельно, что раздел «Причины несостоявшегося IPO» отражает во многом мнения частных инвесторов и медиа-источников на основе неполных имеющихся у них данных.

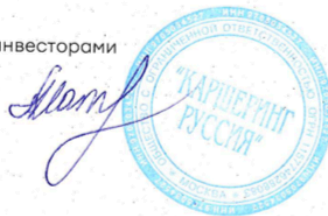
В объем анализа в целях составления данной рецензии не входило какое-либо подтверждение данных со стороны компании «Делимобиль». Компания не предоставляла данные, помимо размещенных в публичном пространстве.

Автор заслуживает оценки «отлично».

Латыпова Алсу Раифовна

Начальник отдела по связям с инвесторами

30 мая 2022 года



ООО «Каршеринг Россия»
107023, г. Москва, ул. Электrozаводская, дом 27, строение 1А, эт. 1, пом. IV, ком. 26
ИНН 9705034527 / КПП 771801001
ОГРН 1157746288083
Телефон: +7 (495) 664-87-87
Email: Info@delimobil.ru

Рис. 12. Отзыв компании «Делимобиль»

Приложение 2. Финансовая модель стратегической инициативы выхода на IPO

делимобиль	in millions, RUB	2019	2020	2021	2022	IPO	2023	2024	2025
Revenue		4 989 ₺	6 447 ₺	11 254 ₺	17 157 ₺		34 008 ₺	67 039 ₺	136 313 ₺
Revenue from car sharing services		4 279 ₺	5 170 ₺	9 025 ₺	13 759 ₺		27 272 ₺	53 760 ₺	109 313 ₺
Other incidental customer fees		606 ₺	953 ₺	1 664 ₺	2 536 ₺		5 027 ₺	9 910 ₺	20 150 ₺
Revenue from long-term rental services		104 ₺	176 ₺	307 ₺	468 ₺		928 ₺	1 830 ₺	3 721 ₺
Revenue from delivery services		0 ₺	148 ₺	258 ₺	394 ₺		781 ₺	1 539 ₺	3 129 ₺
Cost of revenue		-6 225 ₺	-7 327 ₺	-10 541 ₺	-14 312 ₺		-24 575 ₺	-35 775 ₺	-57 819 ₺
Car repair and maintenance		-1 597 ₺	-1 667 ₺	-2 456 ₺	-3 686 ₺		-5 964 ₺	-9 294 ₺	-14 481 ₺
Fuel (including re-fueling services)		-1 315 ₺	-1 320 ₺	-1 945 ₺	-2 919 ₺		-4 723 ₺	-7 359 ₺	-11 466 ₺
Depreciation of right-of-use assets		-722 ₺	-918 ₺	-1 352 ₺	-2 030 ₺		-3 284 ₺	-5 118 ₺	-7 974 ₺
Salaries and social contributions		-672 ₺	-592 ₺	-872 ₺	-1 309 ₺		-2 118 ₺	-3 300 ₺	-5 142 ₺
Parking permissions		-272 ₺	-351 ₺	-380 ₺	-457 ₺		-493 ₺	-513 ₺	-533 ₺
Delivery service		0 ₺	-77 ₺	-113 ₺	-170 ₺		-275 ₺	-429 ₺	-669 ₺
Depreciation total		-747 ₺	-1 019 ₺	-1 385 ₺	-684 ₺		-2 770 ₺	-2 051 ₺	-5 539 ₺
Expenses from the sale of vehicles		-25 ₺	0 ₺	0 ₺	0 ₺		0 ₺	0 ₺	0 ₺
Other		-875 ₺	-1 383 ₺	-2 037 ₺	-3 058 ₺		-4 948 ₺	-7 710 ₺	-12 014 ₺
Gross profit/(loss)		-1 236 ₺	-880 ₺	714 ₺	2 846 ₺		9 433 ₺	31 264 ₺	78 494 ₺
Sales and marketing expenses		-445 ₺	-436 ₺	-702 ₺	-351 ₺		-484 ₺	-503 ₺	-523 ₺
General and administrative expenses		-983 ₺	-1 100 ₺	-1 771 ₺	-2 250 ₺		-4 130 ₺	-7 829 ₺	-15 306 ₺
Other income		176 ₺	716 ₺	1 153 ₺	1 465 ₺		2 370 ₺	3 694 ₺	5 755 ₺
Other expenses		-425 ₺	-178 ₺	-287 ₺	-5 466 ₺		-589 ₺	-918 ₺	-1 431 ₺
IPO costs					-5 102 ₺				
Finance income		0 ₺	15 ₺	24 ₺	31 ₺		0 ₺	0 ₺	0 ₺
Finance costs		-1 997 ₺	-2 564 ₺	-4 129 ₺	-1 592 ₺		0 ₺	0 ₺	0 ₺
Loss/profit before income tax		-4 910 ₺	-4 427 ₺	-4 998 ₺	-5 318 ₺		6 601 ₺	25 708 ₺	66 989 ₺
Income tax (expense)/benefit		577 ₺	419 ₺	420 ₺	472 ₺		-1 320 ₺	-5 142 ₺	-13 398 ₺
Loss/profit for the period		-4 333 ₺	-4 008 ₺	-4 578 ₺	-4 846 ₺		5 280 ₺	20 566 ₺	53 591 ₺

Рис. 13. Прогнозная финансовая модель при реализации стратегической инициативы выхода на IPO, млн. руб.

Источник: [Составлено автором].

Приложение 3. Финансовая модель стратегической инициативы M&A

ДЕЛИМОБИЛЬ

	in millions, RUB	2019	2020	2021	2022	M&A	2023	2024	2025
Revenue		4 989 ₺	6 447 ₺	11 254 ₺	17 157 ₺		28 832 ₺	45 242 ₺	69 429 ₺
Revenue from car sharing services		4 279 ₺	5 170 ₺	9 025 ₺	13 759 ₺		23 121 ₺	36 281 ₺	55 677 ₺
Other incidental customer fees		606 ₺	953 ₺	1 664 ₺	2 536 ₺		4 262 ₺	6 688 ₺	10 263 ₺
Revenue from long-term rental services		104 ₺	176 ₺	307 ₺	468 ₺		787 ₺	1 235 ₺	1 895 ₺
Revenue from delivery services		0 ₺	148 ₺	258 ₺	394 ₺		662 ₺	1 039 ₺	1 594 ₺
Cost of revenue		-6 225 ₺	-7 327 ₺	-10 541 ₺	-14 312 ₺		-20 591 ₺	-23 814 ₺	-31 530 ₺
Car repair and maintenance		-1 597 ₺	-1 667 ₺	-2 456 ₺	-3 686 ₺		-4 820 ₺	-5 886 ₺	-7 029 ₺
Fuel (including re-fueling services)		-1 315 ₺	-1 320 ₺	-1 945 ₺	-2 919 ₺		-3 817 ₺	-4 661 ₺	-5 566 ₺
Depreciation of right-of-use assets		-722 ₺	-918 ₺	-1 352 ₺	-2 030 ₺		-2 654 ₺	-3 241 ₺	-3 871 ₺
Salaries and social contributions		-672 ₺	-592 ₺	-872 ₺	-1 309 ₺		-1 712 ₺	-2 090 ₺	-2 496 ₺
Parking permissions		-272 ₺	-351 ₺	-380 ₺	-457 ₺		-597 ₺	-729 ₺	-871 ₺
Delivery service		0 ₺	-77 ₺	-113 ₺	-170 ₺		-223 ₺	-272 ₺	-325 ₺
Depreciation total		-747 ₺	-1 019 ₺	-1 385 ₺	-684 ₺		-2 770 ₺	-2 051 ₺	-5 539 ₺
Expenses from the sale of vehicles		-25 ₺	0 ₺	0 ₺	0 ₺		0 ₺	0 ₺	0 ₺
Other		-875 ₺	-1 383 ₺	-2 037 ₺	-3 058 ₺		-3 999 ₺	-4 883 ₺	-5 832 ₺
Gross profit/(loss)		-1 236 ₺	-880 ₺	714 ₺	2 846 ₺		8 241 ₺	21 428 ₺	37 900 ₺
Sales and marketing expenses		-445 ₺	-436 ₺	-702 ₺	-351 ₺		0 ₺	0 ₺	0 ₺
General and administrative expenses		-983 ₺	-1 100 ₺	-1 771 ₺	-2 250 ₺		-3 502 ₺	-5 283 ₺	-7 796 ₺
Other income		176 ₺	716 ₺	1 153 ₺	1 465 ₺		1 916 ₺	2 339 ₺	2 794 ₺
Other expenses		-425 ₺	-178 ₺	-287 ₺	-3 523 ₺		-4 607 ₺	-5 626 ₺	-6 719 ₺
M&A costs					-3 031 ₺				
Finance income		0 ₺	15 ₺	24 ₺	31 ₺		0 ₺	0 ₺	0 ₺
Finance costs		-1 997 ₺	-2 564 ₺	-4 129 ₺	-1 592 ₺		0 ₺	0 ₺	0 ₺
Loss/profit before income tax		-4 910 ₺	-4 427 ₺	-4 998 ₺	-3 375 ₺		2 047 ₺	12 857 ₺	26 178 ₺
Income tax (expense)/benefit		577 ₺	419 ₺	420 ₺	472 ₺		-409 ₺	-2 571 ₺	-5 236 ₺
Loss/profit for the period		-4 333 ₺	-4 008 ₺	-4 578 ₺	-2 903 ₺		1 638 ₺	10 286 ₺	20 942 ₺

Рис. 14. Прогнозная финансовая модель при реализации стратегической продажи части доли компании, млн. руб.

Источник: [Составлено автором].