

УДК 336.67

**ПРИМЕНИМОСТЬ МОДЕЛЕЙ УСТОЙЧИВОГО РОСТА ДЛЯ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ IPO КОМПАНИИ**<sup>1</sup>Д.В. Войко, <sup>2</sup>А.В. Войко, <sup>3</sup>Е.Ю. Афанасьева<sup>1</sup> Государственный университет управления, Москва, email: dv\_voyko@guu.ru<sup>2</sup> ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, email: avojko@hse.ru<sup>3</sup> Акционерное общество «ОИС-БРАЙТ», Москва, email: eyafanasyeva@mail.ru

**Аннотация.** Целью данной статьи является комплексный анализ применимости моделей устойчивого роста (SGR – Sustainable Growth Ratio) для прогнозирования эффективности IPO (IPO – Initial Public Offer) российских компаний в современных условиях. В качестве объекта исследования были выбраны компании различных видов деятельности: медицина, фармакология, IT-бизнес, транспортные услуги, деревоперерабатывающая промышленность и добывающая отрасль. В качестве методологии авторы использовали сравнительный анализ моделей SGR применительно к динамике фактических показателей российских компаний реального сектора экономики, как вышедших на IPO в 2021–2024 гг., так и готовящихся к публичному размещению акций. Результаты исследования свидетельствуют, что SGR-модели занимают важное место среди инструментов оценки эффективности IPO благодаря возможности прогнозировать темпы роста, соответствующие поддержанию финансовой устойчивости компании без привлечения дополнительного заемного капитала. Эмпирические данные показывали значительную вариативность SGR в динамике по компаниям и моделям, что обуславливает необходимость дополнения расчета моделей SGR другими показателями для прогноза эффективности деятельности компаний. Тем не менее, удалось выяснить, что модели, включающие в себя большее количество финансовых коэффициентов и отражающие структуру капитала, обеспечивают более точные прогнозы эффективности размещений по сравнению с классическими моделями. Полученные выводы могут быть полезны для профессиональных участников рынка и инвесторов при оценке потенциальной успешности IPO.

**Ключевые слова:** IPO, устойчивый рост, коэффициент реинвестирования прибыли, эффективность, структура капитала, рентабельность.

**THE APPLICABILITY OF SUSTAINABLE GROWTH MODELS TO PREDICT THE EFFECTIVENESS OF A COMPANY'S IPO**<sup>1</sup>D.V. Voyko, <sup>2</sup>A.V. Voyko, <sup>3</sup>E.Yu. Afanasyeva<sup>1</sup> The State University of Management, Moscow, email: dv\_voyko@guu.ru<sup>2</sup> National Research University «Higher School of Economics», Moscow, email: avojko@hse.ru<sup>3</sup> Joint-Stock Company «OIS-BRIGHT», Moscow, email: eyafanasyeva@mail.ru

**Abstract.** The purpose of this article is a comprehensive analysis of the applicability of Sustainable Growth Ratio models for predicting the effectiveness of IPO (IPO – Initial Public Offer) of Russian companies in modern conditions. Companies of various types of activity were selected as the object of research: medicine, pharmacology, IT business, transport services, wood processing industry and mining industry. As a methodology, the authors used a comparative analysis of SGR models in relation to the dynamics of the actual performance of Russian companies in the real sector of the economy, both those that went public in 2021–2024 and those preparing for a public offering of shares. The results of the study show that SGR models occupy an important place among the tools for evaluating the effectiveness of IPOs due to the ability to predict growth rates corresponding to maintaining the financial stability of the company without attracting additional borrowed capital. Empirical data showed significant variability in SGR dynamics across companies and models, which necessitates the need to supplement the calculation of SGR models with other indicators to predict the effectiveness of companies. Nevertheless, it was found out that models that include a larger number of financial coefficients and reflect the capital structure provide more accurate forecasts of the effectiveness of placements compared to classical models. The findings can be useful for professional market participants and investors in assessing the potential success of an IPO.

**Keywords:** IPO, sustainable growth, profit reinvestment ratio, efficiency, capital structure, profitability.

Дата поступления статьи в редакцию: 08.07.2025

Дата принятия статьи в печать: 12.08.2025

**Введение**

Вопрос устойчивого роста компаний является одной из ключевых тем в современной экономической науке, что обусловлено необходимостью обеспечения долгосрочной финансовой стабильности и конкурентоспособности в условиях динамичной рыночной среды. В литературе представлено множество определений устойчивого роста, отражающих различные аспекты и методологические подходы к его измерению.

Так, В.А. Якимова определяет устойчивый рост как максимальную скорость увеличения объёма продаж, которую компания может поддерживать без истощения своих финансовых ресурсов [1]. Аналогично, Vuković, Tisa и Jakšić рассматривают устойчивый рост как максимально реалистичную оценку прироста прибыли при неизменной структуре капитала [2]. В более широком контексте устойчивый рост понимается как способность организации обеспечивать стабильный темп роста выручки или добавленной стоимости, сохраняя неизменными операционные стратегии и источники финансирования на длительном временном интервале [3].

Важным аспектом является определение темпа устойчивого роста, который характеризует максимально возможный прирост выручки, финансируемый за счёт нераспределённой прибыли, при заданной структуре капитала трактует устойчивый рост как годовой процентный прирост продаж, соответствующий установленной финансовой политике компании [4,5]. Предполагается, что устойчивым ростом может считаться равномерное увеличение продаж, активов или прибыли.

Современные эмпирические данные подтверждают значимость устойчивого роста для бизнеса. Например, по данным рейтинга устойчивого развития 2023 года, включающего 68 крупнейших российских компаний с выручкой свыше 30 млрд. рублей, лишь 47% организаций продемонстрировали положительную динамику ключевых финансовых и ESG-показателей, что подчёркивает актуальность разработки и применения моделей устойчивого роста для стратегического управления [6].

В научных исследованиях устойчивый рост традиционно связывается с увеличением выручки, поскольку этот показатель отражает рыночную долю и конкурентоспособность фирмы. Вместе с тем, некоторые авторы выделяют и другие индикаторы роста, такие как прирост капитала, активов, чистой прибыли или численности персонала. В настоящем исследовании основной акцент сделан на росте выручки, однако для проверки прогностической силы моделей рассматриваются и альтернативные показатели.

Особое внимание уделяется источникам финансирования устойчивого роста. Согласно модели Раппопорта и другим исследованиям, устойчивый рост должен обеспечиваться преимущественно за счёт внутренних ресурсов компании – накопленной прибыли, исключая внешнее заёмное финансирование и эмиссию акций [2]. Это связано с тем, что привлечение внешних средств не гарантирует эффективного использования ресурсов и может не привести к реальному росту. Однако существует и противоположная точка зрения, согласно которой эффективность роста определяется не источниками финансирования, а умением компании рационально распоряжаться полученными ресурсами.

Экономический смысл показателя устойчивого роста состоит в том, что он позволяет менеджерам оценить максимально достижимый темп увеличения финансовых результатов на будущий период, опираясь на управляемые и контролируемые факторы, а не на случайные внешние обстоятельства. Это делает устойчивый рост важным инструментом стратегического планирования и принятия управленческих решений.

Российский рынок IPO (Initial Public Offer – первоначальное размещение акций) в последние годы претерпел заметные изменения. Так если в период 2020–2021 гг. на публичное размещение решались преимущественно крупные компании, то впоследствии данную операцию стали проводить компании в основном растущие, как, например, ПАО «Озон Фармацевтика» или ПАО «Диасофт». Это объясняется как высокой стоимостью привлечения заемного капитала, так и потребностями рынка, когда в короткие сроки нужны заполнить рыночные ниши вследствие ухода с рынка западных компаний. Таким образом, IPO интересен, прежде всего быстро растущим компаниям, которые могут рассчитывать на большую и скорую компенсацию расходов по выходу на IPO.

Однако высокая волатильность рынка заставляет компании раз за разом откладывать выход на IPO, стараясь найти наиболее удобный для этого момент. IPO – сложная и дорогостоящая процедура, требующая значительных временных, финансовых и организационных ресурсов. В то же время, если IPO не происходит, то понесенные компанией расходы на IPO становятся бесполезными. Как отмечают исследователи, неудачные попытки размещения или переоценка стоимости могут привести к существенным финансовым потерям и репутационным рискам. Отсюда, многие компании ограничиваются стадией pre-IPO, когда риски существенно ниже, но и объем привлекаемых средств также будет меньше.

Однако даже для стадии pre-IPO необходим тщательный анализ эффективности будущего размещения, что подтверждается публикациями в специализированных журналах. Так, аналитики, сумевшие грамотно спрогнозировать динамику листинга таких компаний, как IRCTC и Avenue Supermarts (DMart) на индийском рынке, полагались на детальный анализ финансовых показателей, бизнес-модели и устойчивого роста, что позволило инвесторам получить значительную доходность в первые месяцы и годы после IPO [7]. С другой стороны, есть примеры, когда выход компаний на IPO был неудачным. В частности, компании Paytm и Zomato (обе – Индия), несмотря на ажиотаж и положительные прогнозы аналитиков, столкнулись с падением стоимости акций сразу после выхода на рынок. Ошибки прогноза во многом были связаны с недооценкой убытков, слабой операционной эффективностью и зависимостью успеха исключительно от дальнейшего экспоненциального роста при отсутствии четкой стратегии выхода на прибыль. Также показателен пример компаний Pinterest и Uber: их неудача связана с неспособностью выполнить обещанные планы по выручке и прибыли в первые несколько кварталов после листинга, что вызвало шквал негативных отзывов и падение рыночной стоимости [8].

Эксперты подчеркивают, что инвесторы должны оценивать не только темпы роста и финансовую устойчивость, но и корпоративную структуру, перспективы развития и эффективность управления компанией. Инвестирование в pre-IPO-активы сопряжено с высокими рисками именно из-за недостатка исторической информации, что требует глубокого анализа всей доступной информации о компании-эмитенте. Тем не менее, следует отметить привлекательность pre-IPO инвестиций из-за потенциально высокой доходности. Но в этом случае возможна недостаточная защищенность инвесторов и повышенная волатильность, связанная с отсутствием рыночной истории компании.

Можно выделить несколько подходов и моделей для оценки потенциального успеха IPO:

1. Регрессионные и нейросетевые модели. Применяется анализ множества финансовых и нефинансовых индикаторов для ранжирования потенциальных размещений по прибыльности. Например, использование многомерной логистической регрессии и алгоритмов машинного обучения позволило достичь точности прогнозов до 71–82% для различных классов IPO.

2. Модели вероятности дефолта и неуспеха размещения. Некоторые исследования предлагают учитывать такие факторы, как репутация андеррайтера, «жаркость» рынка, опыт аудиторов, возраст и размер компании, а также структуру корпоративного управления, для оценивания вероятности банкротства или провала IPO в течение 1-5 лет после выхода на биржу.

3. Модели устойчивого роста (Sustainable Growth Rate, SGR). Широко обсуждаются методы, основанные на расчетах ROE (рентабельности собственного капитала) и коэффициента реинвестирования. Сравнительный анализ различных модификаций SGR показывает, что использование медианных отраслевых показателей ROE и усредненного коэффициента удержания прибыли позволяет существенно повысить точность долгосрочных прогнозов темпов роста прибыли и, как следствие, потенциальной эффективности IPO.

Сравнительный анализ методов оценки эффективности IPO приведен в таблице 1.

Таблица 1

**Сравнительный анализ методов оценки эффективности IPO**

Метод	Преимущества	Недостатки
Регрессионные модели	Учет многих факторов, высокая точность	Не адаптируются к всем рынкам
Анализ SGR	Простота, адаптивность, связь с устойчивым ростом предприятия	Не учитывает рынок и макрофакторы
Гибридные модели	Использование маркетинговой, «серой» статистики, анализа настроений	Сложность внедрения, нужны большие данные

Источник: составлено авторами.

Так как многие компании, планирующие выход на IPO в 2025 и 2026 годах, часто не имеют продолжительной истории, эксперты и инвесторы не могут опереться на большой объем исторической информации о деятельности таких компаний. Это приводит к тому, что регрессионные и гибридные модели ограничены по своим возможностям, уступая в этом моделям SGR, которые, при всех присущих им ограничениях, позволяют провести анализ потенциала компании на основе финансовой отчетности за период 2-3 года. Это также соответствует потребностям частных инвесторов, которые зачастую не располагают большим объемом информации о компании-эмитента и рассчитывают получить представление о потенциальной эффективности IPO такой компании, используя простые и понятные показатели анализа финансового состояния.

Модели SGR занимают важное место среди инструментов оценки эффективности IPO, так как позволяют прогнозировать тот темп расширения бизнеса, который компания способна поддерживать без ухудшения финансовой устойчивости и обращения к дополнительным заемным средствам. Сравнительные исследования подчеркивают, что комбинация отраслевых медианных показателей и индивидуальных коэффициентов коэффициента удержания прибыли дает наименьшие ошибки в прогнозировании реального роста прибыли компаний после размещения.

### Материал и методы исследования

Методологически исследование базируется на контент-анализе научной литературы из баз данных EBSCO и Scopus, а также на использовании данных публичной финансовой отчетности компаний. Выбор моделей устойчивого роста ограничен теми, которые используют исключительно финансовые показатели, доступные в открытых источниках, что обеспечивает прозрачность и воспроизводимость результатов:

- Модель Кисора;
- Модель Росса;
- Модель Лернера и Керлетона;
- Модель Ульриха и Эрлоу;
- Модель Раппапорта;
- Модель ван Хорна;
- Модель Зэкона.

Исключаются регрессионные модели с качественными факторами, требующими внутренней корпоративной информации.

В качестве объектов исследования выбраны были компании из различных сфер деятельности, прошедшие успешно процедуру IPO, а также две компании, чей выход на IPO планируется в ближайшие 1-2 года:

- ПАО «Диасофт» – IPO в 2024 году;
- ПАО «Каршеринг Россия» (бренд «Делимобиль») – IPO в 2024 году;
- ПАО «Озон Фармацевтика» – IPO в 2024 году;
- ПАО «Сегежа» – IPO в 2021 году;
- ПАО «Сибур» – IPO планируется в 2025 году;
- АО ГК «Медси» – IPO планируется в 2025 или в 2026 году.

Расчет по моделям проводился в привязке к динамике выручки за период 2021 – 2024 гг. [9,10,11,12,13,14] Каждая из компаний из выборки оценивалась по парной динамике показателя устойчивого роста (SGR) и динамике выручки за будущий период по отношению к текущему периоду ( $\Delta r/R1$ ).

Далее будут рассмотрены заявленные модели устойчивого роста, результаты расчетов по которым представлены в таблицах 2-8.

Модель устойчивого роста (Sustainable Growth Rate, SGR) Кисора, предложенная в 1964 году, является одной из базовых моделей, используемых для оценки темпа роста компании при сохранении финансовой устойчивости. Согласно этой модели, темп роста определяется как функция рентабельности собственного капитала (ROE) и коэффициента дивидендных выплат ( $d$ ), что отражено в формуле:

$$SGR = (1 - d) \times ROE,$$

где  $d$  – коэффициент дивидендных выплат, рассчитанный как отношение величины выплаченных дивидендов к чистой прибыли,

ROE – рентабельность собственного капитала.

Расчет значений по модели Кисора приведен в таблице 2.

Таблица 2

Модель SGR Кисора

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
ДИАСОФТ				
SGR	73,90%	-28,35%	64,69%	20,58%
$\Delta r/R1$	-3,67%	67,68%	28,09%	-
продолжение табл. 2				

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>КАРШЕРИНГ РУССИЯ</b>				
SGR	-166,22%	-32,64%	22,31%	-5,16%
$\Delta r/R1$	21,54%	37,15%	34,98%	-
<b>ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА</b>				
SGR	102,92%	-60,40%	-60,93%	12,74%
$\Delta r/R1$	-28,16%	2,22%	179,82%	-
<b>СЕГЕЖА</b>				
SGR	27,62%	-17,16%	-2,18%	-17,31%
$\Delta r/R1$	100,00%	31,02%	-4,01%	-

Модель Кисоры считается одной из самых простых моделей устойчивого роста.

Модель устойчивого роста Росса достаточно схожа с моделью Кисора и имеет следующий вид:

$$g = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}$$

где  $b$  – коэффициент накопления,

ROE – рентабельность собственного капитала.

Данная модель отличается от предыдущих тем, что составлена для измерения темпа роста активов, а не выручки. Стоит отметить, что данная модель измеряет темп роста не выручки, а активов, и имеет лучшую прогностическую силу в сравнении с моделью Кисора.

Расчет значений по модели Росса приведен в таблице 3.

Таблица 3

### Модель SGR Росса

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ДИАСОФТ</b>				
SGR	283,18%	-22,09%	183,24%	25,92%
$\Delta a/A1$	-37,34%	200,11%	226,22%	-
<b>КАРШЕРИНГ РУССИЯ</b>				
SGR	-62,44%	-24,61%	28,72%	-4,91%
$\Delta a/A1$	6,81%	89,02%	11,68%	-
<b>ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА</b>				
SGR	-3520,62%	-37,65%	-37,86%	14,60%
$\Delta a/A1$	-12,91%	-6,21%	202,46%	-
<b>СЕГЕЖА</b>				
SGR	38,16%	-14,65%	-2,13%	-14,75%
$\Delta a/A1$	39,32%	12,69%	5,29%	-

Модель устойчивого роста (SGR) Лернера и Карлетона, разработанная в 1966 году, представляет собой расширение классической модели Кисора с учётом налоговой ставки, рентабельности активов и структуры капитала. Формула модели выражается следующим образом:

$$SGR = b \times (1 - T) \times [r + (r - i) \times (D/E)],$$

где  $b$  – коэффициент реинвестирования прибыли, рассчитанный как отношение суммы чистой прибыли за вычетом дивидендов к чистой прибыли,

$T$  – ставка налога на прибыль,

$r$  – коэффициент рентабельности активов,

$i$  – стоимость заёмного капитала,

$D$  – сумма обязательств компании,

$E$  – собственный капитал компании.

Данная модель предполагает, что компания не привлекает внешний капитал через выпуск новых акций, а собственный капитал растёт исключительно за счёт накопленной прибыли.

Расчет значений по модели Лернера и Карлетона приведен в таблице 4.

Таблица 4

### Модель SGR Лернера и Карлетона

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ДИАСОФТ</b>				
SGR	58,26%	-22,51%	51,75%	15,83%
$\Delta r/R1$	-3,67%	67,68%	28,09%	-
<b>КАРШЕРИНГ РУССИЯ</b>				
SGR	-361,68%	244,28%	-14,77%	-40,15%
$\Delta r/R1$	21,54%	37,15%	34,98%	-
<b>ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА</b>				
SGR	75,21%	-39,04%	-42,79%	9,78%
$\Delta r/R1$	-28,16%	2,22%	179,82%	-
<b>СЕГЕЖА</b>				
SGR	17,95%	-2,71%	-13,61%	-34,34%
$\Delta r/R1$	100,0%	31,02%	-4,01%	-

Модель Лернера и Карлетона обеспечивает более точную оценку устойчивого роста по сравнению с базовой моделью Кисора, учитывая влияние налогов и долговой нагрузки на финансовую устойчивость компании.

В отличие от классической модели Кисора, модель устойчивого роста (SGR) Ульриха и Эрлоу включает в расчет рентабельность продаж (NI/S), оборачиваемость активов (S/TA), коэффициент реинвестирования прибыли (1 – P) и структуру капитала, выраженную через соотношение заемного и собственного капитала (D/E).

Модель представлена следующей формулой:

$$SGR = (NI/S) \times (S/TA) \times (1 - P) \times [1+(D/E)],$$

где NI – чистая прибыль,

S – выручка от продаж,

TA – активы,

1–P – коэффициент реинвестирования прибыли,

D – сумма обязательств компании,

E – собственный капитал.

Модель отражает взаимосвязь между эффективностью операционной деятельности, финансовой политикой и структурой капитала, позволяя определить максимальный темп роста, который компания может обеспечить без привлечения дополнительного внешнего финансирования.

Расчет значений по модели Ульриха и Эрлоу приведен в таблице 5.

Таблица 5

### Модель SGR Ульриха и Эрлоу

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ДИАСОФТ</b>				
SGR	73,90%	-28,35%	64,69%	20,58%
$\Delta r/R1$	-3,67%	67,68%	28,09%	-
<b>КАРШЕРИНГ РУССИЯ</b>				
SGR	-166,22%	-32,64%	22,31%	-5,16%
$\Delta r/R1$	21,54%	37,15%	34,98%	-

продолжение табл. 5

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА</b>				
SGR	102,92%	-60,40%	-60,93%	12,74%
Δг/R1	-28,16%	2,22%	179,82%	-
<b>СЕГЕЖА</b>				
SGR	27,62%	-17,16%	-2,18%	-17,31%
Δг/R1	100,00%	31,02%	-4,01%	-

Модель устойчивого роста (SGR) А. Рапппорта представляет собой расширенную формулу, где в отличие от более простой модели Кисора Рапппорт учитывает влияние соотношения заемных и собственных средств, а также отношение активов к выручке, что делает её более адаптированной к реальным условиям деятельности предприятия.

Формула модели Рапппорта выражается следующим образом:

$$SGR = \frac{b \times M_1 \times (1 + D / E)}{A / S - b \times M_1 \times (1 + D / E)}$$

где *b* – коэффициент реинвестирования прибыли,

*M* – чистая рентабельность, рассчитанная как отношение чистой прибыли к выручке,

*A* – активы,

*S* – выручка от продаж,

*D* – сумма обязательств компании,

*E* – собственный капитал.

Данная модель предполагает, что финансовое состояние предприятия в будущем будет аналогично прошлому, а собственный капитал увеличивается исключительно за счёт накопленной прибыли без привлечения внешнего капитала через эмиссию акций.

Расчет значений по модели Рапппорта приведен в таблице 6.

Таблица 6

**Модель SGR Рапппорта**

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ДИАСОФТ</b>				
SGR	283,18%	-22,09%	183,24%	25,92%
Δг/R1	-3,67%	67,68%	28,09%	-
<b>КАРШЕРИНГ РУССИЯ</b>				
SGR	-62,44%	-24,61%	28,72%	-4,91%
Δг/R1	21,54%	37,15%	34,98%	-
<b>ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА</b>				
SGR	-3520,62%	-37,65%	-37,86%	14,60%
Δг/R1	-28,16%	2,22%	179,82%	-
<b>СЕГЕЖА</b>				
SGR	38,16%	-14,65%	-2,13%	-14,75%
Δг/R1	100,00%	31,02%	-4,01%	-

Модель устойчивого роста (SGR) Джеймса К. Ван Хорна является развитием классических моделей устойчивого роста и предназначена для определения максимального темпа роста компании, который она может поддерживать без привлечения внешнего финансирования и при сохранении текущей структуры капитала. Модель выглядит так:

$$SGR = \frac{(E_0 + E_n - Div) \times (1 + D / E) \times (S / A) \times (1 / S_0)}{1 - NP / S \times (1 + D / E) \times (S / A)} - 1,$$

где  $E_n$  – объём привлечённого собственного капитала,

$Div$  – объём выплаченных дивидендов,

$D$  – сумма обязательств компании,

$S$  – выручка от продаж,

$A$  – активы,

$NP$  – чистая прибыль.

Суть модели заключается в том, что максимальный устойчивый темп роста определяется через взаимодействие четырёх ключевых факторов: объема привлечения собственного капитала, объема дивидендных выплат, финансового рычага и операционной эффективности, выраженной через оборачиваемость активов.

Расчет значений по модели Джеймса К. Ван Хорна приведен в таблице 7.

Таблица 7

### Модель SGR Джеймса К. Ван Хорна

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ДИАСОФТ</b>				
SGR	-35,66%	13,63%	-180,81%	51,88%
$\Delta r/R1$	-3,67%	67,68%	28,09%	-
<b>КАРШЕРИНГ РУССИЯ</b>				
SGR	-124,35%	-33,02%	28,72%	-4,91%
$\Delta r/R1$	21,54%	37,15%	34,98%	-
<b>ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА</b>				
SGR	-53,02%	56,13%	4138,98%	21,35%
$\Delta r/R1$	-28,16%	2,22%	179,82%	-
<b>СЕГЕЖА</b>				
SGR	38,16%	-21,13%	-2,13%	-14,75%
$\Delta r/R1$	100,0%	31,02%	-4,01%	-

В завершение рассмотрим модель Зэкона, которая по составу показателей и их связи друг с другом похожа на модель Лернера и Карлетона, но имеет чуть более высокую прогностическую силу:

$$SGR = (D/E) \times (ROA - i) \times p + ROA \times p,$$

где  $D$  – сумма обязательств компании,

$E$  – собственный капитал,

$ROA$  – рентабельность активов,

$i$  – процентная ставка, рассчитанная как произведение взвешенной стоимости долга на налоговый щит  $1-t$ ,

$p$  – коэффициент реинвестирования прибыли.

Расчет значений по модели Зэкона приведен в таблице 8.

Таблица 8

### Модель SGR Зэкона

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ДИАСОФТ</b>				
SGR	73,07%	-28,18%	64,69%	19,95%
$\Delta r/R1$	-3,67%	67,68%	28,09%	-
<b>КАРШЕРИНГ РУССИЯ</b>				
SGR	-352,42%	63,21%	-3,62%	29,72%
$\Delta r/R1$	21,54%	37,15%	34,98%	-

продолжение табл. 8

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА</b>				
SGR	95,80%	-51,12%	-54,97%	12,77%
$\Delta r/R1$	-28,16%	2,22%	179,82%	-
<b>СЕГЕЖА</b>				
SGR	23,99%	-8,54%	-9,73%	-28,56%
$\Delta r/R1$	100,0%	31,02%	-4,01%	-

Эта модель также, как и предыдущие, включает в себя уже известные по другим моделям факторы: коэффициент удержания прибыли, коэффициент рентабельности активов, структуру капитала.

**Результаты и их обсуждение**

Как видно по итогу расчетов, представленные модели имеют достаточно слабую прогностическую силу, так как фактическая динамика по выручке практически не совпадает с теми значениями, которые показывают модели. Тем не менее, стоит отметить, что модели Раппапорта и Росса относительно точно показывают изменение обще динамики показателей выручки и активов, тем самым доказывая, что на устойчивость роста компании влияют, прежде всего объем средств из прибыли, которые компания готова реинвестировать в бизнес. Косвенно, это свидетельствует о доверии акционеров к решениям менеджмента, а также о благоприятном прогнозе со стороны менеджмента компании относительно перспектив развития бизнеса.

В дальнейшем будем использовать модель Раппапорта как более детализированную по сравнению с моделью Росса применительно к компаниям, готовящимся выйти на IPO: ГК Медси и ПАО Сибур.

По итогам расчета показателей SGR по модели Раппапорта и темпов изменения выручки за период 2021-2024 гг. получены следующие результаты (табл. 9).

Таблица 9

**Модель SGR Раппапорта**

Показатель	Период			
	2021	2022	2023	2024
<b>МЕДСИ</b>				
SGR	0,70%	0,25%	1,91%	3,88%
$\Delta r/R1$	11,25%	15,15%	21,51%	-
<b>СИБУР</b>				
SGR	38,90%	3,55%	-1,45%	4,05%
$\Delta r/R1$	27,81%	10,39%	17,51%	-

Несмотря на относительно высокую точность прогноза, продемонстрированную данной моделью применительно к рассмотренным компаниям, прошедшим процедуру IPO, в случае с ГК Медси и компанией ПАО Сибур значения в таблице 9 не отличаются последовательностью.

Так, модель часто дает прогноз, который не подтверждается фактическими изменениями по выручке: динамика выручки ГК Медси постоянно положительная и восходящая, в то время как SGR в 2022 году указал на снижение темпа роста доходов компании. По компании ПАО Сибур модель и вовсе продемонстрировала разнонаправленное движение показателей SGR и выручки. Это свидетельствует о том, что изолированно показатели SGR не могут быть использованы для прогноза эффективности IPO компании, так как ожидаемый прогнозный доход, рассчитанные на основе модели, может не подтвердиться фактическими изменениями по объему доходов. Несмотря на то, что расчет моделей устойчивого роста базируется на достаточно простых переменных, входящих в состав формул, тем не менее, видно, что модели если и улавливают общий характер изменений по выручке, но, при этом, заметно «ошибаются» в масштабе этих изменений. Так, по компании ГК Медси модель Раппапорта, как наиболее точная применительно в компании, вполне справедливо указала на рост значений по выручке, однако в сравнении с фактическими значениями существенно занизила прогнозные значения, что могло бы ввести в заблуждение инвесторов.

**Выводы**

Тщательный предварительный анализ компании на стадии pre-IPO – неотъемлемая часть успешного процесса выхода на биржу. Проведение комплексной диагностики, опора на количественные методы и устойчивые показатели роста позволяют повысить предсказуемость и снизить риски потенциальных инвесторов и самой компании-эмитента. Практика лучших мировых площадок подтверждает: только комплексный подход к анализу и прогнозированию эффективности IPO способен дать достоверные результаты и минимизировать число неудачных размещений.

В то же время, инвесторы заинтересованы в быстром и наглядном расчете, который показал бы потенциальную эффективность их участия в IPO. Как показали расчеты, модели устойчивого роста частично могут предсказать фактическое повеление финансовых результатов компаний до и после IPO, однако применительно в отдельным случаям результаты могут быть не точными, а иногда, – противоречивыми. Примечательно, что модель ван Хорна, которая ориентирована на компании, использующие дополнительное акционерное финансирование, показала достаточно слабую прогностическую силу, в то время как модели Росса и Раппапорта оказались в этом отношении более удачными, используя переменную реинвестирования прибыли, что дает возможность сделать вывод, что на эффективность IPO компании повлияет не столько ее рентабельность за прошлые периоды или сложившаяся структура капитала, а объемы и конкретные объекты для размещения полученной прибыли.

**Литература**

1. Якимова В.А. Перспективный анализ финансового положения предприятий капиталоемких отраслей на основе модели достижимого роста // Корпоративные финансы. 2013. № 25. С. 81-95.
2. Vuković B. Sustainable Growth Rate Analysis in Eastern European Companies // Sustainability. 2022. Vol. 14. P. 10731.
3. Рябова Е.В., Самоделькина М.А. Факторы устойчивого роста российских компаний // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 104-117.
4. Лимитовский М.А. Устойчивый рост компании и эффект левериджа // Российский журнал менеджмента. 2010. Т. 8. № 2. С. 35-46.
5. Красильникова Е.В. Устойчивый рост компании: связь концепций жизненного цикла и финансово-экономических факторов, моделирование вероятности // Экономический анализ: теория и практика. 2017. Т. 16. № 8. С. 1400-1419.
6. Рейтинг устойчивого развития компаний России по итогам 2023 года. [Электронный ресурс]. URL: <https://asexpert.ru/publications/rating/reiting-ustoichivogo-razvitiia-kompanii-rossii-po-itogam-2023-go> (дата обращения: 20.06.2025).
7. Famous IPOs: lesson learnt from their success and failures. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.samco.in/knowledge-center/articles/famous-ipos/> (дата обращения: 22.06.2025).
8. Josh Mortensen, Measuring IPO Success. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.ipohub.org/article/measuring-ipo-success> (дата обращения: 15.06.2025).
9. Годовая отчетность компании ПАО «Озон Фармацевтика». [Электронный ресурс]. URL: <https://spark-interfax.ru/samarskaya-oblast-tolyatti/pao-ozon-farmatsevtika-inn-6320080729-ogrn-1246300012870-1e058eca02b14117aedba2e4318e8c5e> (дата обращения: 21.06.2025).
10. Годовая отчетность компании ПАО «Сибур Холдинг». [Электронный ресурс]. URL: <https://spark-interfax.ru/tyumenskaya-oblast-tobolsk/pao-sibur-kholding-inn-7727547261-ogrn-1057747421247-32d9fa7afbf14dbdbe6d55afa0799778> (дата обращения: 21.06.2025).
11. Годовая отчетность компании ПАО «Каршеринг Россия». [Электронный ресурс]. URL: <https://spark-interfax.ru/moskva-preobrazhenskoe/pao-karshering-russiya-inn-9718236471-ogrn-1237700701534-7d38103087024437859e8cfe83a61d48> (дата обращения: 27.06.2025).
12. Годовая отчетность компании ПАО «Диасофт». [Электронный ресурс]. URL: <https://spark-interfax.ru/moskva-marina-roshcha/pao-diasoft-inn-9715302870-ogrn-1177746514692-a4d10ac369034af2b0a8947dbdb0f336> (дата обращения: 27.06.2025).
13. Годовая отчетность компании ПАО «Сегежа». [Электронный ресурс]. URL: <https://spark-interfax.ru/moskva-presnenski/pao-segezha-grupp-inn-9703024202-ogrn-1207700498279-81252c48b7f2487aaeae9b2a5e4afdba> (дата обращения: 28.06.2025).
14. Годовая отчетность компании ПАО «Группа компаний «МЕДСИ». [Электронный ресурс]. URL: <https://spark-interfax.ru/moskva-presnenski/ao-gruppa-kompani-medsi-inn-7710641442-ogrn-5067746338732-e2a8fd5c988f4ee59bb5b203246be2e5> (дата обращения: 21.06.2025).