

17 Мая 2011

ИРО Яндекса

Инвестиции в растущий интернет

Оценка	
Целевая стоимость собственного капитала, млн. долл.	7 147 – 9 462
Количество обыкновенных акций, млн.	321,25
Диапазон справедливой цены одной обыкновенной акции, долл.	22,41 – 29,45

Финансовые показатели, млн. руб.			
	2010	2011П	2012П
Выручка	12 501	16 662	21 902
ЕБИТДА	6 004	6 241	9 346
Чистая прибыль	3 817	3 319	5 870

Показатели рентабельности, %			
	2010	2011П	2012П
Рент-ть ЕБИТДА	48,0%	37,5%	42,7%
Рент-ть по ЧП	30,5%	19,9%	26,8%

Сергей Кожухарь
ecm@finam.ru

Леонид Делицын
ecm@finam.ru

8-800-200-4400 (бесплатно по России)

В мае 2011 г. должно состояться IPO лидера российского интернет-рынка - компании «Яндекс». Учитывая перспективы роста мировой и российской интернет-аудитории, а также самой компании, мы полагаем, что ее акции представляют интерес для инвесторов.

Компания планирует продать 52,2 млн. обыкновенных акций класса А, а вырученные средства направить на общекорпоративные цели, включая инвестиции в технологическую инфраструктуру, в том числе приобретение серверных и дата-центров, а также на поглощения и инвестиции в технологии, специалистов или компании, чей профиль сходен с операциями «Яндекс».

Растущая интернет-аудитория, а также лидирующее положение компании на интернет-рынке России, будут способствовать росту операционных и финансовых показателей «Яндекс». Среди основных драйверов роста компании в будущем можно выделить:

- **Растущую российскую интернет-аудиторию.** В 2010г. аудитория российского интернета по общей численности заняла второе место в Европе. По нашим оценкам, в 2011-2014 гг. аудитория российского интернета увеличится в 1,57 раза.
- **Стабильный рост мирового и российского рынков интернет-рекламы.** Мы ожидаем роста мирового рынка интернет-рекламы в 2011 г. на 12,5% до 71 млрд. долларов. В дальнейшем, вплоть до 2016 г., ожидается рост в среднем на 10,6% в год. Доля онлайн-рекламы составит в 2011 г. 17% всего мирового рынка, а в 2016 г. вырастет до 21%. В 2010 г. рынок интернет-рекламы РФ, по оценке Ассоциации коммуникационных агентств России, вырос на 40%, до 26,65 млрд. руб. Яндекс является одним из основных бенефициаров роста российского рынка интернет-рекламы.
- **Лидирующее положение «Яндекс» на российском рынке.** По данным счетчика LiveInternet, в феврале-апреле 2011 г. «Яндекс» обслуживал 54% поисковых запросов российского интернета, в то время как доля Google составляла менее трети рынка. Третий игрок – Mail.Ru с долей рынка в 6,5% значительно уступает двум лидерам, при этом за два года его доля снизилась на четверть.
- **Стабильно высокий интерес инвесторов к IPO интернет-компаний БРИК.** Акции большинства компаний БРИК, вышедших на публичные рынки за последние 10 лет, значительно выросли в цене за первый год торгов, что даёт основания говорить о высоком потенциале акций Яндекса в краткосрочной перспективе.

Уважаемые инвесторы! Вы можете принять участие в IPO Yandex N.V.

Более подробную информацию Вы можете получить [здесь](#).

Согласно результатам проведенной оценки, мы получаем оценку 100% компании в 8,3 млрд. долларов, или \$25,85 за акцию, что подразумевает 23%-ный потенциал роста к середине ценового коридора IPO. По нашим оценкам, участие в IPO «Яндекс» представляет интерес для инвесторов, причем как среднесрочных, так и долгосрочных.

Мультипликаторы	P/S			EV/EBITDA			P/E		
	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
«Яндекс» (середина ценового коридора)	15.1	11.3	8.6	32.0	30.7	20.5	49.4	56.8	32.1
Медиана, сравнимые компании с развивающихся рынков	17.1	12.8	10.0	35.6	24.4	18.9	45.1	41.0	30.6
Медиана, сравнимые компании с развитых рынков	4.0	3.5	3.1	12.4	10.6	8.8	21.3	17.6	15.2

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен авторами независимо от компании Yandex N.V. («Компания») и соответствующих продающих акционеров (совместно упоминаются как «Продающие Акционеры»). «ФИНАМ» не имеет каких-либо полномочий предоставлять какую-либо информацию или делать какие-либо заявления или давать гарантии от имени Компании или любого Продающего Акционера или любого другого лица в связи с этим. В частности, мнения, оценки и предположения, озвученные в документе, являются полностью мнениями, оценками и предположениями авторов документа и не выражаются «ФИНАМом» в качестве агента Компании, любого Продающего Акционера или любого другого лица или в качестве менеджера или андеррайтера любого размещения.

Настоящий документ не является или не составляет часть любого предложения или приглашения подписаться или купить любые ценные бумаги, а также он или любая его часть не формирует основу или на него не стоит полагаться в связи с любым договором или договоренностью какого бы то ни было характера. Любое решение о покупке или подписке на ценные бумаги Компании в рамках любого размещения должно приниматься исключительно на основе информации, приведенной в проспекте или другой брошюре с предложением купить акции, выпущенной Компанией в связи с таким размещением.

Настоящий документ основан на информации, которую мы считаем надежной, но «ФИНАМ» не проводил независимой проверки содержания настоящего документа. Высказанные в настоящем документе мнения, оценки и предположения выражены на настоящий момент и могут быть изменены без предупреждения. Заявление или гарантия, открытая или подразумеваемая, не предоставляются, и не следует полагаться на объективность, точность, полноту или обоснованность информации, мнений и предположений, озвученных в настоящем документе. «ФИНАМ», Компания, любой Продающий Акционер или любое другое лицо не принимают на себя какой бы то ни было ответственности за любой убыток, какой бы ни возникал в связи с любым использованием настоящего документа или его содержания или иным образом возникающего в связи с настоящим документом.

Настоящий документ предоставляется Вам исключительно для информации и не может быть воспроизведен, распространен или передан прямо или косвенно любому другому лицу или опубликован, полностью или частично, для любой цели. Ни настоящий документ, ни его копия, не могут быть получены или переданы в Соединенные Штаты, Канаду или Японию или распространены прямо или косвенно в Соединенных Штатах или Канаде или распространены или повторно распространены в Японии или любому резиденту Японии. Настоящий документ не является рекламой или предложением приобрести ценные бумаги в Российской Федерации. Он не предназначен для этого и не должен распространяться неограниченному кругу лиц или широкой общественности и/или лицам, которые не являются «квалифицированными инвесторами» (в значении законодательства РФ о ценных бумагах) в Российской Федерации или для их блага. Распространение настоящего документа в других юрисдикциях может быть ограничено законом, и лица, получающие настоящий документ, должны соблюдать любые такие ограничения. Принимая настоящий отчет, Вы согласны подчиняться вышеизложенным инструкциям.

1. «Яндекс» – лидер Рунета

«Яндекс» – ведущая российская интернет-компания, владеющая самой популярной в России поисковой системой и наиболее посещаемым Web-сайтом. В марте 2011 года сайт Yandex.ru посетили 38,3 миллиона человек. В 2010 году на долю «Яндекс» пришлось 64% поисковых запросов России (запросов, ведущих на российские сайты).

Бизнес-модель

«Яндекс» является крупнейшей по выручке интернет-компанией России. Кроме того, «Яндекс» представлен на Украине, в Казахстане и Белоруссии. Компания видит свою миссию в предоставлении ответов на любые запросы пользователей интернета, вне зависимости от того, содержатся ли эти ответы в текстовой, графической, картографической или иной форме. «Яндекс» использует знания прикладной математики, лингвистики, поведения и предпочтения пользователей Интернета, чтобы разработать передовые технологии поиска и предоставления информации. Помимо этого, «Яндекс» агрегирует и организует локальный, национальный и глобальный контент, предоставляет широкий спектр дополнительных сервисов. В настоящее время поиск и многие дополнительные сервисы привязаны к географическому положению пользователей и доступны в версиях, предназначенных для мобильных или иных цифровых платформ и устройств.

«Яндекс» сумел собрать сильную команду талантливых специалистов, которые создали эффективную технологическую компанию. Ее опыт в разработке и оптимизации поисковых технологий, которые сформировали ядро бизнеса, составляет 20 лет. За это время «Яндекс» стал одним из наиболее известных брендов России, а в 2011 году занял наивысшее среди российских компаний место в рейтинге инновационных компаний Fast Company.

Поисковая система «Яндекс» использует собственные, разработанные внутри компании поисковые алгоритмы, позволяющие предоставлять и ранжировать релевантные результаты, которые структурированы и публикуются в выдержанном и дружелюбном пользователю стиле. Поисковая технология «Яндекс» позволяет таргетировать отдельные регионы и предоставлять географически локализованные результаты в более, чем 1400 городах. Технология “параллельного” поиска позволяет предоставлять на одной странице результаты как из главного поискового индекса (поиск по всему глобальному интернету), так и по специализированным информационным ресурсам, включая новости, товары, а также поиск по блогам, картинкам и видео. Поиск по блогам предоставляет информацию основных социальных сетей и блогов (онлайн-дневников), таких как Facebook, ВКонтакте и LiveJournal. Результаты поиска доступны как при помощи традиционного персонального компьютера, так и при помощи целого ряда других цифровых устройств – мобильных телефонов, планшетов, навигаторов. Широкий спектр дополнительных специализированных видов поиска включает «Новости Яндкса» (news.yandex.ru), «Яндекс Маркет» (market.yandex.ru), почту (mail.yandex.ru) и карты (maps.yandex.ru).

В марте 2011 года, по данным измерений TNS, стартовую страницу «Яндекс» посетили 24,7 миллионов россиян. Пользователи имеют возможность получить ответы как на явно сформулированные вопросы – при помощи поисковой формы, так и на неявные вопросы – при помощи просмотра новостей, карт транспортных “пробок”, программ телевидения и киноафиш, электронной почты и других сервисов.

Подавляющую часть доходов «Яндекс» приносит онлайн-реклама. «Яндекс» позволяет рекламодателям показывать таргетированную рекламу, соответствующую интересам пользователя, их поисковым запросам и географии. Большую часть доходов составляет текстовая реклама по ключевым словам, выбранным рекламодателем, чтобы представить рекламу, соответствующую поисковому запросу пользователя, содержанию сайта и Web-страницы, которую просматривает пользователь, поведению и маркетинговому профилю целевой аудитории (контекстная реклама). Меньшая часть доходов основана на медийной рекламе, которая представляет собой графические изображения (“баннеры”), которые появляются на таргетированных страницах. Реклама «Яндекс» четко отделена от результатов поиска, а в случае

непоисковой рекламы - и от содержания страниц, на которых расположены баннеры. «Яндекс» не использует всплывающих окон и иных способов рекламы, существенно прерывающих текущую активность пользователя.

«Яндекс» размещает рекламу не только на страницах ответа поисковой машины и разделов своего портала, но и на тысячах независимых сайтов, которые входят в партнерскую сеть «Яндекс». При помощи этой сети компания зарабатывает деньги, как для себя, так и для партнеров, и расширяет эффективный охват аудитории. Сервис Yandex.Direct основан в 2001 году и основан на аукционной системе, которая позволяет рекламодателям приобретать ключевые слова. Это крупнейший сервис такого рода в России. За весь 2010 год количество рекламодателей «Яндекс» составило 180 тысяч, рост за год составил 37%. Темпы прироста клиентской базы не падают: в первом квартале 2011 года база рекламодателей «Яндекс» насчитывала 127 тысяч компаний - на 38% больше, чем годом ранее. Стабильный рост обусловлен большим числом компаний малого и среднего бизнеса, которые начинают использовать интернет для продвижения своих продуктов и постепенно осваивают контекстную рекламу.

История компании

Основатели компании начали развивать поисковые технологии в 1989 году, сайт yandex.ru был открыт в 1997. Компания Yandex LLC основана в 2000 году как «дочка» кипрской компании. В 2007 Яндекс предпринял корпоративную реструктуризацию, в результате которой Yandex N.V. стала головной компанией группы. Yandex N.V. зарегистрирована в Нидерландах. Операционный офис компании находится в Москве. Дополнительные офисы работают в России в Санкт-Петербурге, Екатеринбурге, Казани, Новосибирске и Ростове-на-Дону, на Украине в Киеве, Одессе и Симферополе и в США в Пало Альто, Калифорния

Конкурентные преимущества Яндекса

«Яндекс» обладает следующими ключевыми конкурентными преимуществами:

- Лидирующие позиции на интернет-рынке России, как по объему аудитории, так и по выручке
- Ведущее положение в крупнейшем и по-прежнему быстрорастущем сегменте контекстной рекламы
- Хорошая дивидендная история. С 2002 года «Яндекс» является прибыльной компанией, а с 2003 года - выплачивает дивиденды акционерам компании
- Использование собственных разработок в области поиска информации, независимость от сторонних разработок
- Подготовка необходимых инженерных кадров в сотрудничестве с ведущими техническими ВУЗами и на собственной базе.

Стратегия компании

«Яндекс» формулирует свою миссию как готовность дать ответ на любые вопросы пользователей, в том числе и на такие, которые не сформулированы явно. Интернет представляет собой огромный, неструктурированный массив документов, который ежегодно вдвое увеличивается в объеме. Поэтому каждому пользователю необходима помощь в организации доступной онлайн-информации. Свобода интернета, позволяющая любому пользователю выкладывать тексты, фотографии и видео в сеть, ведет к тому, что с течением времени эта информация не становится более организованной, а значит, потребность в поисковых машинах отнюдь не снижается.

В связи с этим компания «Яндекс» формулирует в качестве основных задач:

- упрощение поиска информации для пользователя
- расширение числа технических платформ (включая мобильные телефоны, планшеты, навигаторы)
- использование экономии масштаба для извлечения максимума прибыли из накопленной базы пользователей, рекламодателей и партнеров рекламной сети
- расширение присутствия на ключевых рынках при точечной экспансии в новые регионы
- увеличение объема, доступности и полезности контента в интернете
- подготовка кадров и поддержание корпоративной культуры, основанной на творчестве и инициативе

Факторы роста

Интернет стабильно растет и становится важным рекламным носителем в России и других странах. В качестве основных факторов роста компания «Яндекс» видит:

- продолжение относительно высоких темпов роста российской экономики и доходов россиян по сравнению с развитыми странами
- сравнительно низкое текущее проникновение интернета по сравнению с развитыми странами, которое позволяет ожидать более быстрых темпов увеличения охвата аудитории сети в ближайшие годы
- рост использования мобильных телефонов и смартфонов в качестве устройств для доступа в Интернет, при этом для использования поиска возможностей таких устройств вполне достаточно
- быстрый рост российского рекламного рынка в сравнении с глобальным рынком и ростом российской экономики в целом
- опережающий рост российского рынка онлайн-рекламы в сравнении как с глобальным, так и с российским рекламным рынком
- продолжение роста рынка контекстной рекламы, несмотря на мировой финансовый кризис, прогнозы длительного роста рынка контекстной рекламы
- рост объемов рынка электронной коммерции, необходимым условием которой является способность пользователя найти товар или услугу, а следовательно – поисковая система.

Факторы риска

Безусловно, акции компании «Яндекс», работающей на рынке высоких технологий и ведущей основные операции в России являются высокорисковыми. Сама компания в проспекте первичного предложения излагает перечень рисков на тридцати страницах и перечисляет 76 факторов риска, включая индустриальные, страновые, связанные с владением класса А риски для инвесторов вне США и в США. Не все эти факторы равно важны для российского инвестора. Более того, в ряде случаев наша оценка важности отдельных факторов не совпадает с точкой зрения компании. Наконец, важность некоторых факторов выяснилась лишь в последнее время. Подчеркнем, что излагаемые ниже группы рисков объединены нами, а их приоритеты расставлены согласно нашей собственной точке зрения, зачастую не совпадающей с точкой зрения компании «Яндекс».

Ужесточение конкуренции со стороны крупных игроков рынка

Основным конкурентом «Яндекс» на российском рынке Интернет-поиска является американская поисковая система Google, которая, по данным счетчика LiveInternet сейчас обслуживает 22% поисковых запросов. Google, с выручкой 31,12 млрд. долл. и показателем EBITDA 12,16 млрд. долл. капитализацией 171 млрд. долл. (по итогам 2010 года), значительно превосходит Яндекс размерами и лидирует в сфере Интернет-поиска в подавляющем большинстве стран мира. Исключения составляют лишь Китай с собственной поисковой машиной Baidu.com и Чехия с каталогом Seznam.cz. Масштабы Google позволили ей разработать собственную мобильную операционную систему для смартфонов Android, браузер Chrome, онлайн-аналоги офисных приложений. Начиная с 2006 года, Google весьма активно работает с российской аудиторией, в частности, проводит рекламные кампании своих сервисов на телевидении, в печатных СМИ, и в Интернет. Партнерская сеть Google Adwords напрямую конкурирует с сервисом «Яндекс Директ», и при определенных условиях способна переманить партнеров, в том числе и крупных. Отметим и технологическое лидерство - революционный алгоритм использования индекса цитирования при ранжировании результатов поиска, который позволил на несколько лет нейтрализовать поисковый спам, был изобретен и реализован основателями Google, и лишь позже воплощен в других поисковых системах, включая и «Яндекс».

В большинстве стран мира пользователи уже привыкли использовать Google для поиска в Сети, что создает весьма серьезный барьер для выхода «Яндекс» на рынки других стран.

Ограничения для возможного расширения операций «Яндекс» на другие рынки, такие как финансовый и музыкальный контент, программное обеспечение, онлайн-игры и социальные сети, создают и другие компании, среди которых, такие гиганты как Microsoft, Yahoo!, Facebook. Активная реклама этих компаний в масс-медиа, включая и Интернет, способна отчасти ослабить бренд «Яндекс».

Крупнейшим российским конкурентом «Яндекс» является второй по охвату аудитории российский портал Mail.Ru, создающий основу холдинга Mail.Ru Group. Этот портал напрямую конкурирует с «Яндекс» в сфере контекстной и медийной рекламы, поисковых и почтовых услуг, а также в большинстве дополнительных сервисов. В течение длительного времени крупные российские порталы стараются не оставлять конкурентам ни одной ниши, где могли бы возникнуть уникальные сервисы, поэтому большинство услуг «Яндекс» дублируют аналогичные услуги Mail.Ru (и наоборот), а также менее крупных игроков, таких как Rambler. Другими значительными проектами Mail.Ru является социальная сеть Odnoklassniki.ru и доли в социальных сетях ВКонтакте и Facebook. В настоящее время Mail.Ru удерживает лишь 6% рынка поисковых запросов, а ее собственный поисковый проект GoGo не получил широкого распространения. Однако в прошлом доля Mail.Ru в поисковых запросах составляла 9-11%, и нельзя исключать возможности усиления присутствия холдинга на рынке поиска.

Более того, сопоставимую долю рынка может занять и сеть ВКонтакте в случае, если ей удастся найти ресурсы для запуска поисковой системы, тем более, что сейчас крупный портал может и не разрабатывать собственный поисковый механизм, а лицензировать его у Google или специализированных разработчиков.

Наконец, с начала 2011 года заявления относительно необходимости создать крупную национальную поисковую систему регулярно поступали из околосударственных кругов. Предполагается, что государственная поисковая система может быть создана на основе уже работающих, хотя и малопопулярных метапоисковых систем (использующих результаты поиска других поисковиков). В качестве одного из кандидатов была названа действующая система Quintura (quintura.ru). Озвучена стоимость проекта в 100 млн. долларов, которая в настоящее время позволит создать конкурентоспособный поисковик, в особенности, если государство использует административные рычаги для привлечения аудитории, например, в школах и бюджетных учреждениях.

Риски рынка Интернет-рекламы

Хотя российский рекламный рынок и растет опережающими темпами в сравнении с мировым, а контекстная реклама является наиболее быстро растущим его сегментом из числа крупных, это не устраняет главных рисков рекламного рынка. Ухудшение экономической ситуации ведет к резкому сокращению бюджетов, в частности, в 2008-2009 гг. рекламный рынок России сжался на 26%. В силу новизны рынка интернет-рекламы его игроки еще не имеют опыта работы в условиях сокращения крупными рекламодателями расходов, и вызванных этим остановками НИОКР и увольнениями персонала. Падение финансовых показателей в отдельные периоды может нервировать акционеров, негативно сказываться на стоимости акций и усугублять проблемы, побуждая менеджмент ориентироваться на краткосрочные показатели.

«Яндекс» уязвим к гипотетической стагнации или падению рынка интернет-рекламы, поскольку она является практически единственным источником его доходов. При быстрой миграции рекламодателей в иные медиа, например, мобильные устройства, видеоигры, цифровые телеканалы или новые виды электронных медиа, компания может не успеть обеспечить значительный инвентарь рекламных площадей в новых медиа. В настоящее время многие исследователи предостерегают, что для развивающихся стран основным коммуникационным инструментом станет не компьютер, а мобильный телефон. Несмотря на то, что мы согласны с существованием таких угроз, мы не ожидаем, что они реализуются в течение ближайших 5-10 лет. К тому же, компания «Яндекс» (как и ее конкуренты), явно выделяя подобные риски, стремится предоставлять услуги при помощи всех существующих цифровых устройств.

В то время как колебания мировой экономики сказываются на рекламных бюджетах и бизнесе компаний, которые от них зависят, большинство крупных компаний находят способы диверсификации операций, таким образом, рассмотренный фактор редко является фатальным.

Среди прочих рисков «Яндекс» рассматривает и потерю Интернетом популярности в России. Безусловно, теоретически может случиться и такое, однако следует учесть, что телекоммуникации могут жить многие десятилетия. В частности, от момента получения патента Александром Беллом на телефонный аппарат (в 1876 году) до начала сокращения абонентской базы в странах Северной Европы прошло около ста тридцати лет, а цикл жизни телеграфа составил около ста пятидесяти лет. Таким образом, риск завершения жизненного цикла Интернета трудно отнести к краткосрочным.

Риски возникновения конкурирующих революционных технологий поиска

Революционные конкурирующие технологии поиска могут зажечь новые звезды на интернет-рынке и обречь сегодняшних лидеров на постепенное угасание (которое, однако, обещает быть длительным). Как упомянуто выше, созданный во второй половине 90-х Ларри Пейджем революционный алгоритм Page Rank позволил поисковой машине Google в течение нескольких лет смести с рынка существующие поисковые системы предыдущего поколения, и этот алгоритм был изобретен не в «Яндексе». Кроме того, в последние годы Google выпустила мобильную операционную систему Android, браузер Chrome, облачные офисные приложения. В случае миграции пользователей «в облака» их документы будут храниться на серверах Google, Amazon и иных компаний, и могут оказаться недоступными «Яндексу». Сами форматы хранения данных могут быть проприетарными, и даже если их удастся прочитать, владелец облака будет всегда выигрывать в качестве поиска. Добавим также, что некоторые популярные цифровые устройства, подобные iPhone, могут сдерживать использование форматов сторонних производителей.

По сей день не реализованы в широком масштабе технологии «социального» поиска, где при фильтрации выдачи используются оценки широкого круга пользователей. В то время как поисковые системы не смогли заинтересовать достаточное число непредвзятых пользователей выполнением такой работы, армии добровольцев могут обнаружиться в крупных социальных сетях. Не является невероятным появ-

ление социального поиска в сети Facebook или ВКонтакте, а также в какой-либо сети, построенной на основе геолокационного сервиса.

В настоящее время, как сообщала сама компания, алгоритмы классификации «Яндекс» в значительной степени базируются на теории SVM, разработки которой еще в советское время были начаты В.Вапником и его коллегами. Приверженность компании определенным прогрессивным алгоритмам может дать выигрыш, однако некоторые технологии могут оказаться и тупиковыми, а переход на новые стандарты занимает время и чреват финансовыми потерями (подобными тем, которые понесли производители оптических носителей по технологии HD DVD, когда победил стандарт BlueRay).

Определенную угрозу представляют и технологии поискового спама, где также возможны решения, уменьшающие полезность результатов поиска. Так, в конце 90-х годов XX века бизнес поисковых систем первой генерации были фактически разрушен натиском поисковых спаммеров, успешно фальсифицирующих ключевые слова, характеризующие содержание Web-страниц. В последнее время спаммеры, пытающиеся воздействовать на поисковые индексы, обладают значительными ресурсами, составляющими миллионы долларов, поэтому урон от их действий может быть значительным. Мы, однако, полагаем, что поиск является для спаммеров курицей, несущей золотые яйца, так что если они и засоряют поисковую выдачу, то категорически не заинтересованы в разрушении поискового бизнеса как такового. Мы ожидаем, что в этой области будет существовать баланс, подобный балансу ракет и противоракетной обороны, который лишь поспособствует дальнейшему развитию технологий. Все сказанное относится и к фальсификаторам кликов в рекламу при помощи специальных роботов (т.н. click fraud), - паразитируя на поисковых системах и осложняя им жизнь, они сами заинтересованы в их процветании.

Рассмотренный фактор риска оценивается нами как один из наиболее серьезных для перспектив бизнеса «Яндекс».

Риски потери крупных партнеров

Болезненной для выручки «Яндекс» может оказаться потеря крупных партнеров рекламной сети. Хотя последняя и генерирует лишь 12,5% рекламной выручки «Яндекс», компания рассматривает рекламную сеть как ключевое направление развития. В особенности опасна невозможность удержать партнеров при помощи долговременных контрактов и отсутствие их лояльности к поставщикам услуг – единственным фактором принятия решений является немедленная выгода.

По мере диверсификации бизнеса «Яндекс», его успех будет все больше зависеть от партнеров и поставщиков технологических решений. Это касается в первую очередь специализированного поиска, например, картографической информации, космических снимков, а также аудитории – здесь становятся чрезвычайно важны договоры с крупными социальными сетями. Весьма чувствительной для доли рынка поиска может быть потеря крупного пользователя технологии, например, при переходе портала на конкурирующую технологию Google или иного поставщика.

В ближайшее время указанные факторы не нанесут существенного урона выручке «Яндекс» и курсу акций компании, однако в будущем, по мере роста числа и размера партнеров, их роль будет усиливаться.

Риск разочарования массового инвестора при схлопывании пузыря социальных сетей

В настоящее время в прессе наблюдается активная кампания, направленная на повышение стоимости акций социальных сетей, в частности, Facebook, которую оценивают в 70-90 миллиардов долларов при чрезвычайно высоких значениях мультипликаторов. Согласно отдельным сообщениям, мультипликатор по EBITDA при оценке Facebook достигает величины 90, для сети коротких сообщений Twitter – превышает 70, в то время как аналогичный показатель Google составляет около 20.

После IPO Facebook и продажи его акций андеррайтерами возможны переоценка акций и паника инвесторов. В этом случае акции «Яндекс» могут снизиться вне зависимости от состояния рынка и действий менеджмента компании, по причине негативных эмоций инвесторов в отношении интернет-индустрии в целом.

Мировая экономика напряженно ожидает новой технологической волны, которая станет локомотивом очередного периода роста, поэтому начало этой волны могут объявить преждевременно. Не исключено и скорое возникновение нового пузыря, например, в сфере нано- или биотехнологий. В этом случае инвесторы могут продавать акции интернет-компаний, чтобы успеть вложиться в новую область, которую будут считать более перспективной.

Риски падения темпов роста выручки и прибыли

В отличие от перечисленных ранее рисков, те, которые обсуждаются в этом разделе, представляют собой события, которые непременно будут реализованы. В этом отношении они, строго говоря, и не являются рисками (случайными событиями), но представляют собой неизбежное падение темпов прироста выручки и прибыли, по мере того, как компания из стартапа превращается в крупный и зрелый бизнес. Безусловно, «Яндекс» не свободен от действия закона убывающей отдачи, поэтому с течением времени недвижимость для расположения офисов станет найти все труднее, свободные площади под дата-центры и источники электроэнергии станут дороже, зарплаты персонала вырастут, некоторых ключевых сотрудников переманят. Расширяться на новые регионы сложнее, чем работать в России, партнеры по многочисленным программам будут стремиться ужесточать условия, возникнут иски, связанные со спорной интеллектуальной собственностью и размещением пользователями недозволенного контента в сети.

Все перечисленные факторы, однако, не помешали компании Google оставаться высокоприбыльной компанией в течение почти семи лет после IPO, и даже расширяться на новые рынки. Мы не видим принципиальных причин, которые помешали бы компании «Яндекс», следовать примеру Google, обучаясь на ошибках своего старшего конкурента. Безусловно, любую крупную компанию, работающую в Интернете, ожидают иски и шумные судебные процессы, а временами - негативные отклики прессы и блоггеров, однако сегодня они являются частью бизнеса всех крупных западных Интернет-компаний.

Дополнительного комментария заслуживает предостережение «Яндекс» о том, что финансовые результаты за прошлые годы не являются гарантией будущих высоких прибылей. Необходимо отметить, что молодые инновационные компании вообще, а работающие в сфере российского Интернета – в особенности, вообще неохотно планируют какую-либо деятельность, кроме запуска новых проектов. Безусловно, существует объективная причина отсутствия доверия к прогнозам и планам, вызванная быстро меняющимся окружением и взрывным ростом и сменой новых технологий. Возможно, управление в стиле ad hoc на практике оказывается лучше, чем стремление любой ценой добиться невыполнимых планов. В частности, в середине прошедшего десятилетия компания «Яндекс» индизировала намерение догнать по объему аудитории своего почтового сервиса почту Mail.Ru, однако позже отказалась от этой цели. Практика управления компанией при помощи планов, постановки и достижения финансовых целей, - это новая практика, которую инновационные компании начинают осваивать только при появлении большого числа новых акционеров, требующих отчетности. Эту практику придется осваивать и «Яндекс», и, безусловно, она может с трудом прижиться в инновационной и творческой корпоративной культуре технологической компании.

Риски, связанные с человеческим фактором

Ряд рисков связан с человеческим фактором, главнейший из которых – потеря ключевых для «Яндекс» кадров. В определенные периоды развития компании решающее значение играет роль ее лидера. Стратегическое видение, менеджерский

талант и медийная харизма основателя и генерального директора «Яндекс», Аркадия Воложа необходимы компании на этом этапе, так же как и инженерный гений главного разработчика, Ильи Сегаловича. К счастью для «Яндекс», оба лидера моложе 50 лет, и намерены оставаться в компании. Заметим также, что компанией Google до самых последних дней руководил наемный менеджер, Эрик Шмидт, лишь недавно передавший руководство Ларри Пейджу, создателю технологии. Оставаясь в компании, Ларри Пейдж и его соратник, Сергей Брин, обеспечивали продолжение инновационных разработок.

Пожалуй, уникальными для «Яндекс» факторами являются лишь особенности переживаемого Россией периода, которых нет в США, в первую очередь – угасание образовательного и научного потенциала. Однако «Яндекс» сумел организовать работу специальных кафедр в ведущих ВУЗах страны, таких, как московский Физтех, а также собственную Школу Анализа Данных, где проходят дополнительную подготовку талантливые математики и программисты, уже окончившие ВУЗы.

Акционеры и акционерная структура.

Акции класса А предлагаются к продаже:

- Яндексом 15,400,000 акций

- Продающими акционерами 36,774,088 акций

Итого 52,174,088 акций

Продающие акционеры (без учета опциона на доразмещение: 5,217,405 акций, из них 3,677,405 акций продающие акционеры)

Структура акционеров до размещения						Структура акционеров после размещения					
Акции класса А		Акции класса Б		Доля в уставном капитале	Предлагаемые акции	Акции класса А		Акции класса Б		Доля в уставном капитале	
Кол-во акций	%	Кол-во акций	%			Кол-во акций	%	Кол-во акций	%		
Директора и топ менеджмент:											
Аркадий Волож	0	*	44,572,300	21.17%	20.27%	4,052,027	0	*	40,520,273	21.10%	19.77%
Илья Сегалович	0	*	9,324,000	4.43%	4.24%	818,182	0	*	8,505,818	4.43%	4.15%
Alfred Fenaughty	0	*	1,400,000	*	*	0	0	*	1,400,000	*	*
John Boynton	28,000	*	3,552,137	1.69%	1.62%	232,852	28,000	*	3,319,285	1.73%	1.62%
Ben Cole	0	*	6,543,334	3.11%	2.98%	2,379,395	0	*	4,163,939	2.17%	2.03%
Esther Dyson	0	*	173,620	*	*	12,382	0	*	161,238	*	*
Елена Ивашенцева	16,463,739	17.66%	52,199,300	24.79%	24.49%	6,242,095	10,221,644	7.91%	52,199,300	27.18%	25.97%
Charles Ryan	7,914,987	8.49%	7,660,441	3.64%	3.84%	2,831,896	6,267,569	4.85%	6,475,963	3.37%	3.47%
Александр Волошин	21,875	*	0	*	*	0	21,875	*	0	*	*
Александр Шульгин	87,500	*	0	*	*	0	87,500	*	0	*	*
Все текущие директора и топ-менеджмент (10 человек)	24,516,101	26.26%	125,425,132	59.57%	58.15%	16,568,829	16,626,588	12.86%	116,745,816	60.79%	57.77%
Principal Shareholders:											
Tiger Global Holding Coöperatief	62,291,254	66.80%	0	*	2.83%	7,484,720	54,806,534	42.46%	0	*	2.67%
Baring Vostok Private Equity Funds	16,463,739	17.66%	52,199,300	24.79%	24.49%	6,242,095	10,221,644	7.91%	52,199,300	27.18%	25.97%
Roth Advisors Ltd.	479,315	*	14,420,261	6.85%	6.58%	2,709,014	0	*	12,190,562	6.35%	5.95%
International Finance Corporation	0	*	13,796,175	6.55%	6.27%	2,508,395	0	*	11,287,780	5.88%	5.51%
Всего акции, которыми владеет менеджмент и 5% акционеров	87,286,670	93.60%	153,641,568	72.97%	73.84%	29,270,958	71,433,122	55.29%	140,224,158	73.02%	71.90%
Прочие продающие акционеры:											
Emerald Trust	0	*	8,765,001	4.16%	3.99%	727,273	0	*	8,037,728	4.19%	3.92%
UFG Group (Bermuda) Limited	254,625	*	7,660,441	3.64%	3.50%	1,439,103	0	*	6,475,963	3.37%	3.16%
Rex Capital—Runet Holdings LP	234,847	*	7,065,398	3.36%	3.22%	1,659,146	0	*	5,641,099	2.94%	2.75%
Stubblebine, R.H.	0	*	5,353,635	2.54%	2.43%	1,620,691	0	*	3,732,944	1.94%	1.82%
Eden Capital Fund Ltd	137,187	*	4,127,290	1.96%	1.88%	909,091	0	*	3,355,386	1.75%	1.64%
Maslov, M.Y.	0	*	1,561,448	*	*	90,909	0	*	1,470,539	*	*
Almaz Capital Russia Fund I LP	766,380	*	0	*	*	139,342	627,038	*	0	*	*
Kameson Management Ltd	6,893,982	7.39%	0	*	*	1,253,451	5,640,531	4.37%	0	*	*
Winton Management Limited	0	*	483,667	*	*	190,909	0	*	292,758	*	*
900 Technology Partners	0	*	412,728	*	*	136,364	0	*	276,364	*	*
Christopher Burch	0	*	229,295	*	*	104,225	0	*	125,070	*	*
Дмитрий Иванов	256,818	*	1,253,182	*	*	181,818	75,000	*	1,253,182	*	*
Алексей Третьяков	382,386	*	786,364	*	*	363,636	18,750	*	786,364	*	*
Михаил Фадеев	74,432	*	541,818	*	*	18,182	56,250	*	541,818	*	*
Алексей Мазуров	220,455	*	362,045	*	*	145,455	75,000	*	362,045	*	*
Прочие акционеры, которые владеют в совокупности менее 1% существующих акций (48 акционеров)	1,541,533	*	1,457,693	*	*	1,355,431	225,956	*	1,417,839	*	*

2. Обзор рынка: рост продолжается

Рунет: продолжение динамичного роста

Компания «Яндекс» работает на российском интернет-рынке, аудитория которого продолжает стабильный рост. В 2011-2014 г. аудитория российского интернета увеличится в 1,57 раза. В настоящее время интернетом пользуется 51 миллион россиян в возрасте старше 18 лет, с учетом же несовершеннолетних пользователей аудитория составляет 60 миллионов человек. Еще в 2010 году аудитория российского интернета по общей численности заняла второе место в Европе, уступая лишь Германии. В настоящее время в странах Северной и Западной Европы уровень проникновения интернета превышает 80%, что свидетельствует о наличии значительного потенциала роста Сети и в России. По прогнозу Фонда «Общественное мнение» (ФОМ), к концу 2014 интернетом будут пользоваться около 80 млн. россиян, или 71% населения страны старше 18 лет, с учетом подростков – 90 млн. человек.

Отметим, что российский рынок уже весьма велик не только по европейским, но и по мировым меркам – в общестрановом рейтинге Международного союза электросвязи (МСЭ) Россия занимает седьмое место. Поисковая система «Яндекс» находится на двадцать четвертом месте в рейтинге трафика Alexa.com (<http://www.alexa.com/topsites>), ближайший российский преследователь – Mail.Ru занимает также весьма высокое, тридцать второе, место.

Прогноз российской интернет-аудитории

Основным источником доходов компании «Яндекс» в настоящее время является текстовая поисковая реклама на страницах ответа поисковой машины и партнерских проектах. Таким образом, одним из главных условий стабильного роста выручки «Яндекс» и других российских компаний является рост охвата аудитории российского интернета (Рунета). Существующие статистические данные свидетельствуют, что этот рост отнюдь не исчерпан.

В настоящее время отраслевым стандартом измерений аудитории Рунета являются репрезентативные квартальные массовые опросы фонда «Общественное мнение» (ФОМ). Регулярные замеры, проводимые ФОМом, свидетельствуют о постоянном увеличении доли интернет-пользователей в России. Постоянный мониторинг распространения интернета с 2002 года в рамках исследования «Интернет в России» позволил ФОМ построить прогноз проникновения интернета на период 2011-2014гг. для России, Москвы и Санкт-Петербурга.

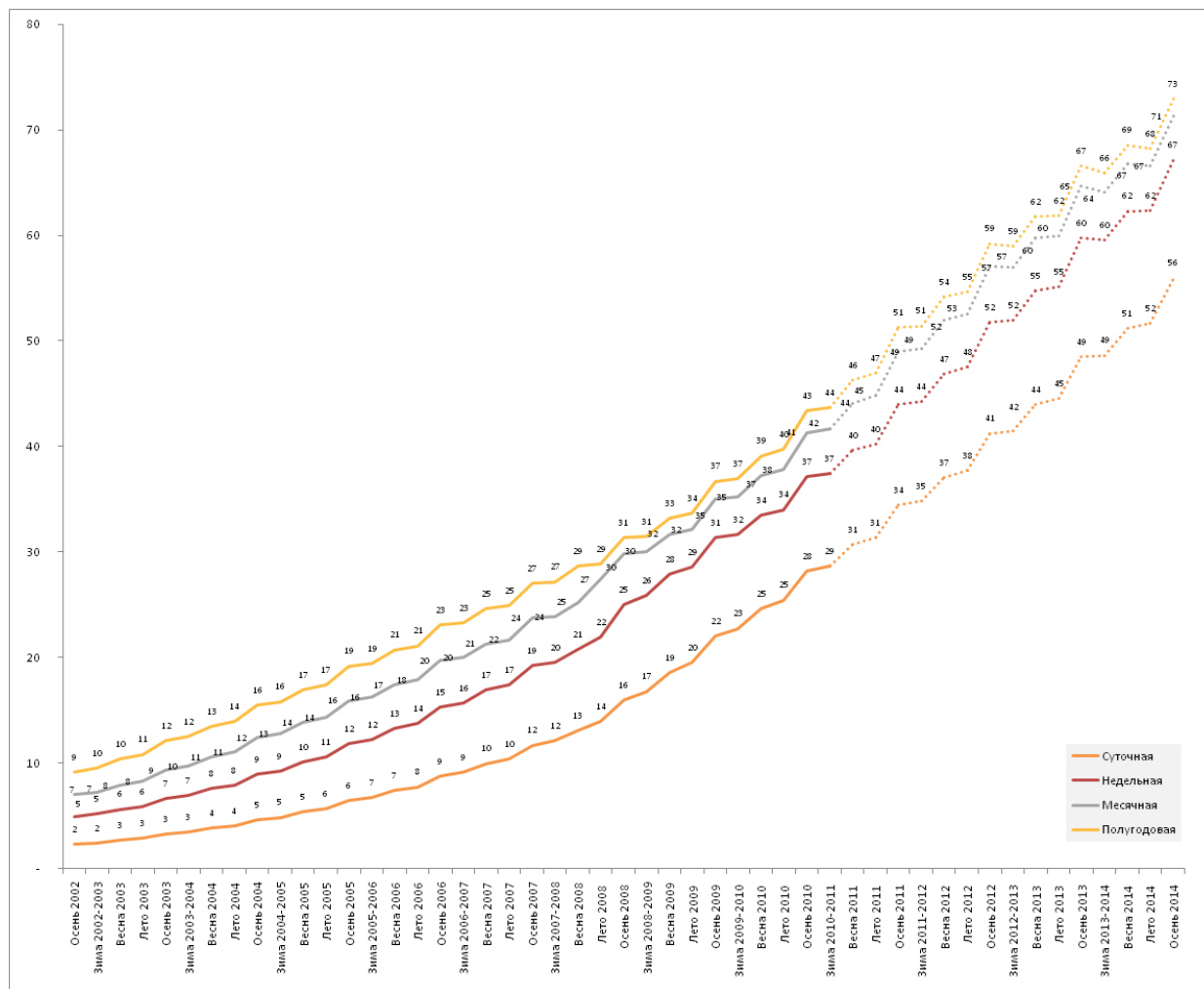


Рисунок 1. Прогноз динамики интернет-аудитории, данные в %. Россия, 18+

Весной 2011 года ФОМ опубликовал прогноз российской интернет-аудитории до 2014 года, основанный на количественном моделировании исторической динамики показателей. В соответствии с расчетами ФОМ, ежегодно в течение этого периода аудитория Сети будет увеличиваться на 6-7 миллионов россиян.

При сохранении текущих тенденций в развитии и распространении интернета число пользователей российского интернета к 2014 году вырастет почти на 60% или приблизительно на 30 миллионов человек (рис.1). При этом к наиболее активной части интернет-пользователей (суточной аудитории) можно будет отнести каждого второго россиянина – 56%, или примерно 63 млн человек. Таким образом, российский интернет станет крупнейшим в Европе как по формальному охвату, так и по количеству активных пользователей.

Данные опросов опровергают предположения некоторых российских ведомств о том, что консервативный менталитет россиян является барьером для распространения Сети. Как показывает рис.2, по данным на зиму 2010/2011 года в Москве к интернет-пользователям можно отнести каждого шестого из десяти человек (65%), тогда как в Санкт-Петербурге – каждого седьмого (70%). Через четыре года в Москве интернетом будут пользоваться примерно восемь из каждых десяти человек (78% – показатель месячной аудитории). При сохранении текущих трендов развития в Санкт-Петербурге к концу 2014 показатели распространения интернета превысят московские: месячная интернет-аудитория составит около 89%. Таким образом, уровень проникновения Сети в обеих столицах, совокупное население которых, по некоторым оценкам, превышает 20 миллионов человек, не отличается от европейского. Итак, не существует каких-либо препятствий, помимо относительно высокой стоимости доступа в регионах, которые помешали бы проникновению в провин-

ции достичь в перспективе столичных уровней. Показательно, что уже сейчас доля пользователей Сети из Санкт-Петербурга превышает московскую, несмотря на менее высокие доходы петербуржцев.

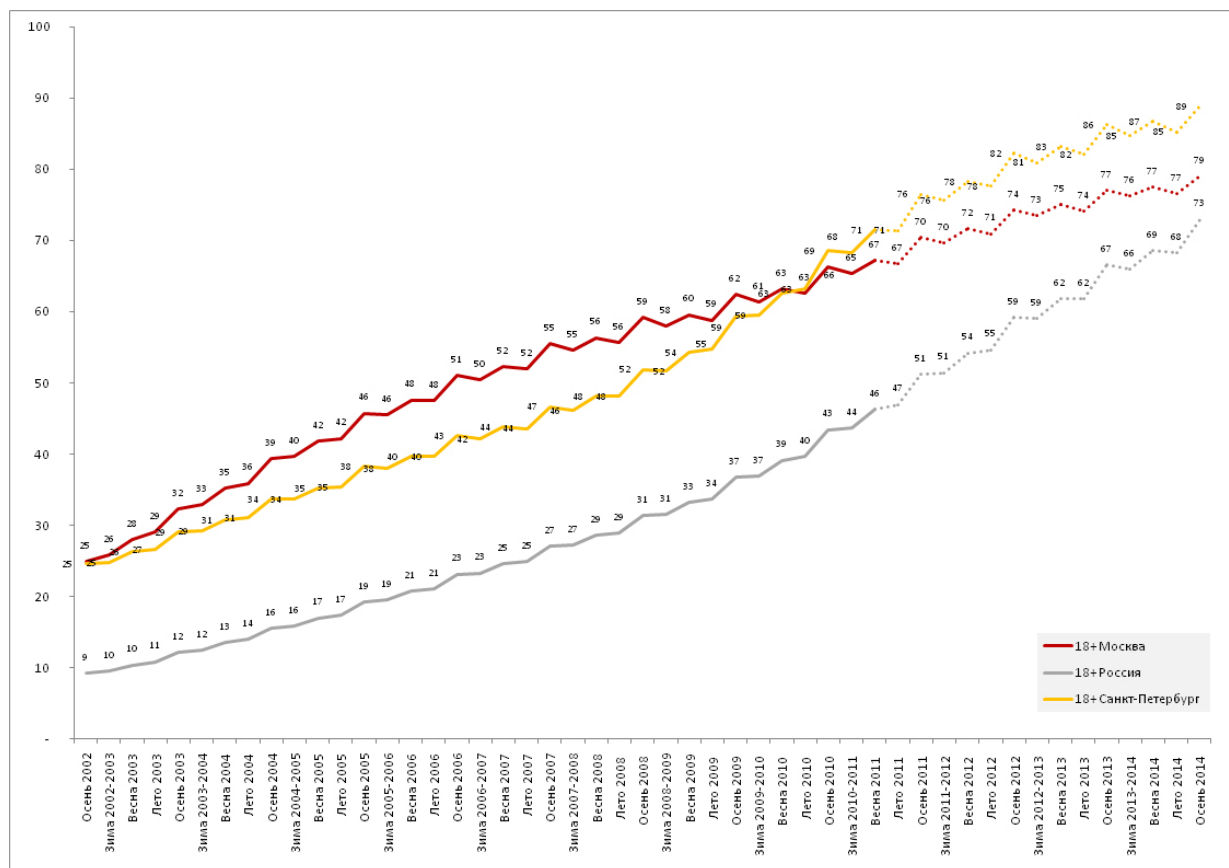


Рисунок 2. Прогноз динамики месячной интернет-аудитории, данные в %

Ключевая тенденция развития российского интернета - быстрый рост доли пользователей среди старших возрастных групп (рис.3). Зимой 2010-2011 года, доля интернет-пользователей среди возрастной группы 35-44 года достигла 55%.

Российская молодежь уже пользуется интернетом практически столь же активно, как и европейская, чему способствовала всеобщая интернетизация школ и высших учебных заведений. Согласно прогнозу, к осени 2014 года 99% россиян в возрастной группе 12-24 года будут пользоваться Сетью, при этом около 95% молодежи - ежедневно.

Итак, главный резерв роста российского Интернета – это зрелые и пожилые россияне.

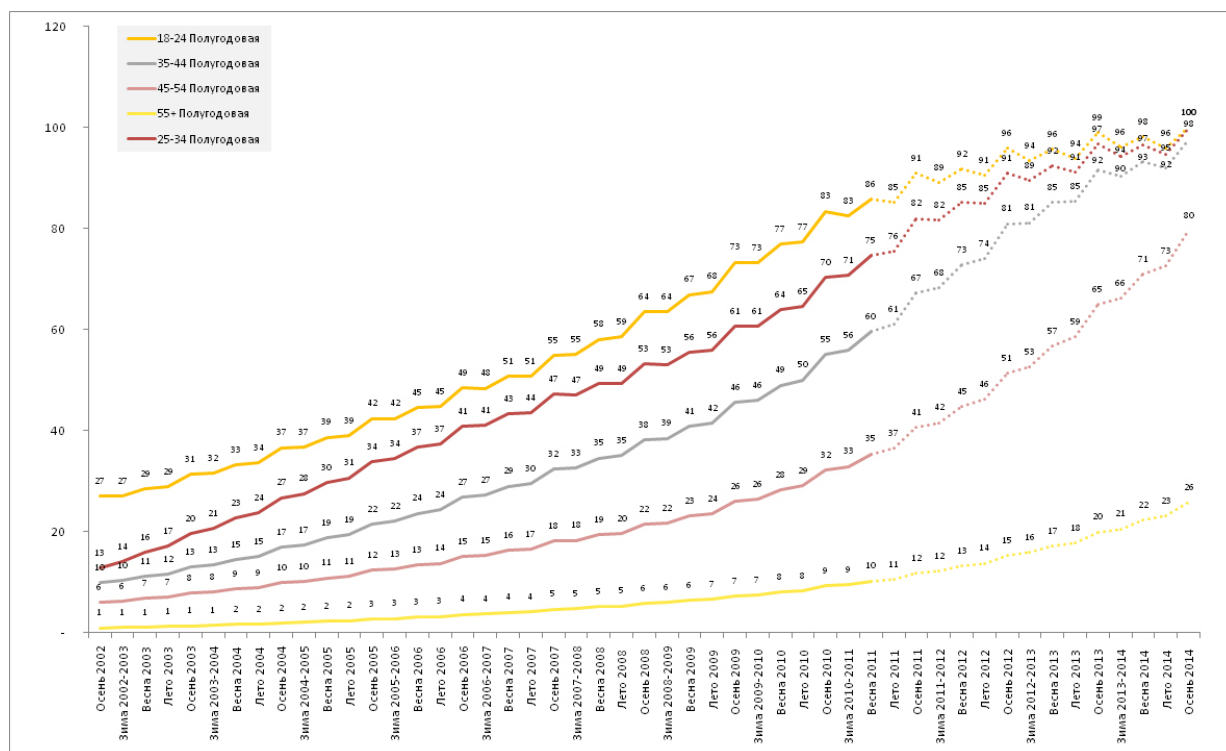


Рисунок 3. Прогноз динамики месячной интернет-аудитории по возрастным группам. Россия, данные в %

К концу прогнозного периода к интернет-пользователям можно будет отнести каждого седьмого из десяти человек в возрасте 45-54х лет (76%). Наименее активной останется пожилая возрастная группа (старше 55 лет), где доля месячной аудитории составит лишь 24%.

Динамику процесса развития интернета в России в последние пять лет во многом определяют обеспечение доступа учебных заведений к интернету и рост доступности Сети в регионах. Мы предполагаем, что оба благоприятных фактора продолжают действовать: школам по-прежнему будет обеспечен доступ в Сеть, а число россиян, которым интернет недоступен по техническим или финансовым причинам, будет постепенно снижаться – теми же темпами, что и в предыдущие годы. Основой для увеличения потенциала распространения доступа к Сети станет расширение деятельности провайдеров проводного и беспроводного доступа в средних и малых городах, при этом широкополосный доступ позволит предоставлять широкий спектр хорошо понятных и высоко востребованных россиянами услуг.

В течение всего периода наблюдений 2002-2011 гг. показатели аудитории лидирующих компаний – «Яндекс» и Mail.Ru - росли несколько быстрее аудитории Рунета в целом, что является результатом высокой консолидации сегментов поиска и коммуникаций, в которых они работают, и во-вторых, своего рода «охотой» за новыми направлениями, которую непрерывно ведут лидирующие порталы. Так, в статистике «Яндекс» (stat.yandex.ru), которую предоставляет онлайн-панель TNS Россия (tns-global.ru), представлены данные по 29 крупным проектам, в статистике Mail.Ru – по 30 проектам. Безусловно, Mail.Ru успешнее работает в быстрорастущем сегменте социальных сетей, в то время как «Яндекс» сохраняет лидерство в сегменте поиска.

Стабильный рост аудитории интернета составляет базу для опережающего роста электронной коммерции и рекламы в Сети, в особенности - текстовой поисковой рекламы, которая приносит основную выручку «Яндекс». Отметим, что развитие широкополосного доступа может сместить бюджеты в сторону видео- и мультимедийной рекламы.

«Яндекс» – крупнейший ресурс российского Интернета

В мае 2006 года крупнейшим ресурсом российского интернета, как по данным российских, так и по данным международных рейтингов, является сайт поисковой системы «Яндекс». В популярном рейтинге Alexa.com, построенном на основе онлайн-панели, «Яндекс» занимает двадцать четвертое место, в то время как ближайший российский конкурент – Mail.Ru – тридцать второе (см. рис.4).

По данным наиболее авторитетного российского измерителя аудитории интернет-ресурсов, компании TNS Россия, «Яндекс» с 2008 года является бесспорным лидером по численности аудитории. Мы полагаем, что наблюдаемый отрыв связан не столько с успехами или просчетами менеджмента компаний, сколько с фундаментальными потребностями пользователей интернета в поиске информации и в общении – потребность в поиске испытывают даже те, кто не склонен общаться онлайн или еще недостаточно уверенно пользуется сетью для такого общения. Впрочем, рис.5 показывает, что отрыв «Яндекс» от портала Mail.Ru невелик. На рис.5 показаны охваты аудитории портала Яндекс (37 проектов) и портала Mail.Ru (33 проекта) за месяц и за сутки по данным онлайн-панели TNS. Рисунок свидетельствует, что небольшой отрыв «Яндекс» сохраняется на протяжении трех лет. Это может означать, что как «Яндекс», так и Mail.Ru достигли максимально возможного для российских проектов охвата месячной аудитории, который может быть достигнут без поглощения крупного конкурента, такого, как сеть Vkontakte.ru, и экстенсивного присоединения его аудитории. При этом, однако, дополнительный выигрыш не будет велик. Показательны в этом плане появившиеся в прессе возражения представителей Vkontakte против поглощения со стороны Mail.Ru. По-видимому, руководители Vkontakte оценивают стоимость своего ресурса выше, пока он независим, а не находится в составе и под контролем Mail.Ru (хотя последняя и является крупным акционером Vkontakte).

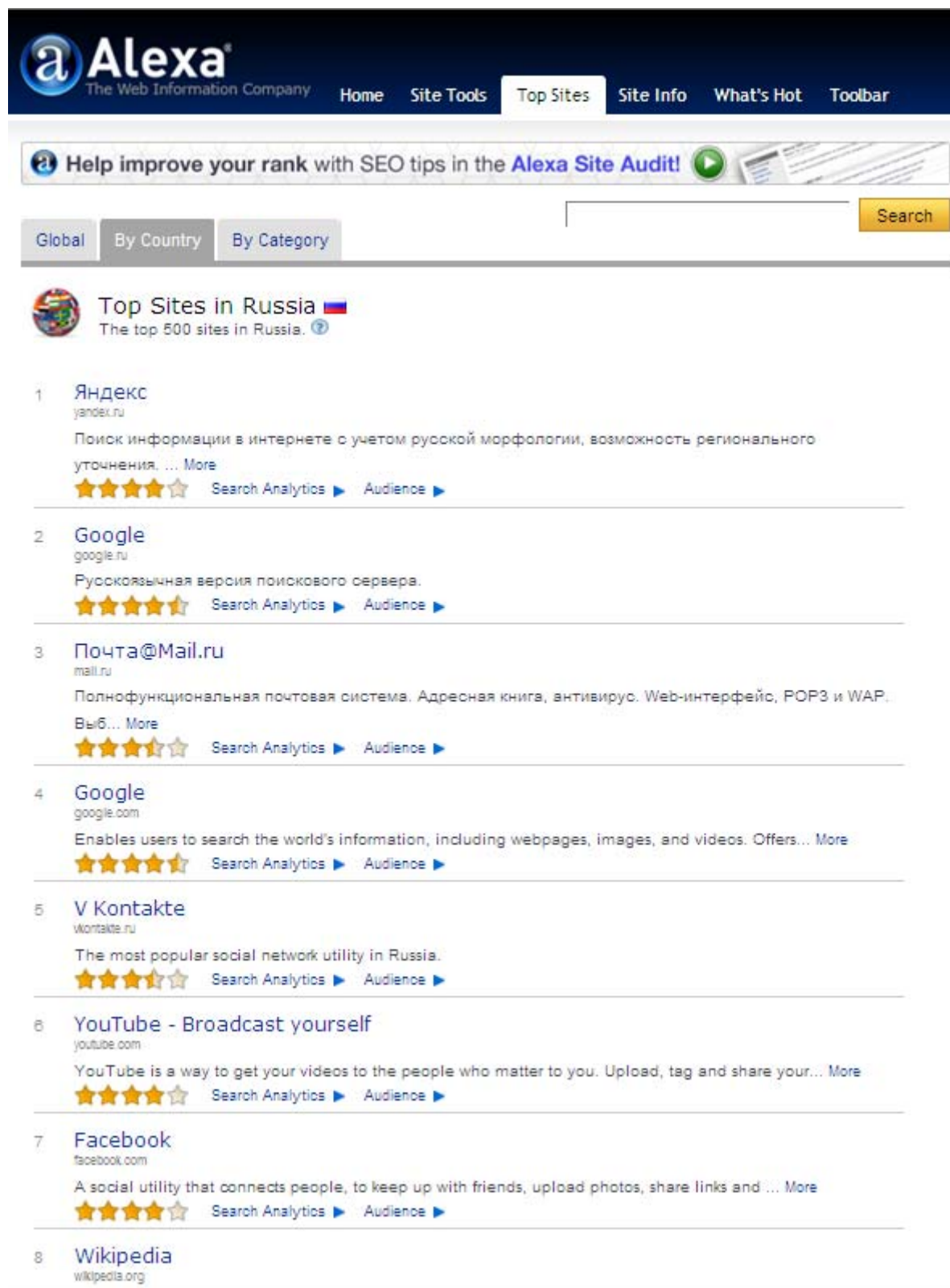


Рисунок 4. Рейтинг популярности российских Web-сайтов по данным Alexa.com

Отметим, что измерения TNS охватывают аудиторию в возрасте от 12 лет и старше, что шире, чем возрастной диапазон, используемый ФОМ (18 лет и старше), однако панель TNS набирается только в городах с населением 100 тысяч человек и выше (по причине высокой стоимости малой эффективности измерений в сельской местности). Поскольку TNS репрезентирует лишь 60 миллионов россиян, в то время

как взрослое население России составляет более 110 млн. человек, общий охват аудитории «Яндекс» и других проектов, включающий и население малых городов и сел, существенно выше (на 30-50%), хотя пропущенная TNS часть населения является в среднем менее материально обеспеченной.

Аудитория лидирующих проектов российского Интернета (по данным онлайн-панели компании TNS)

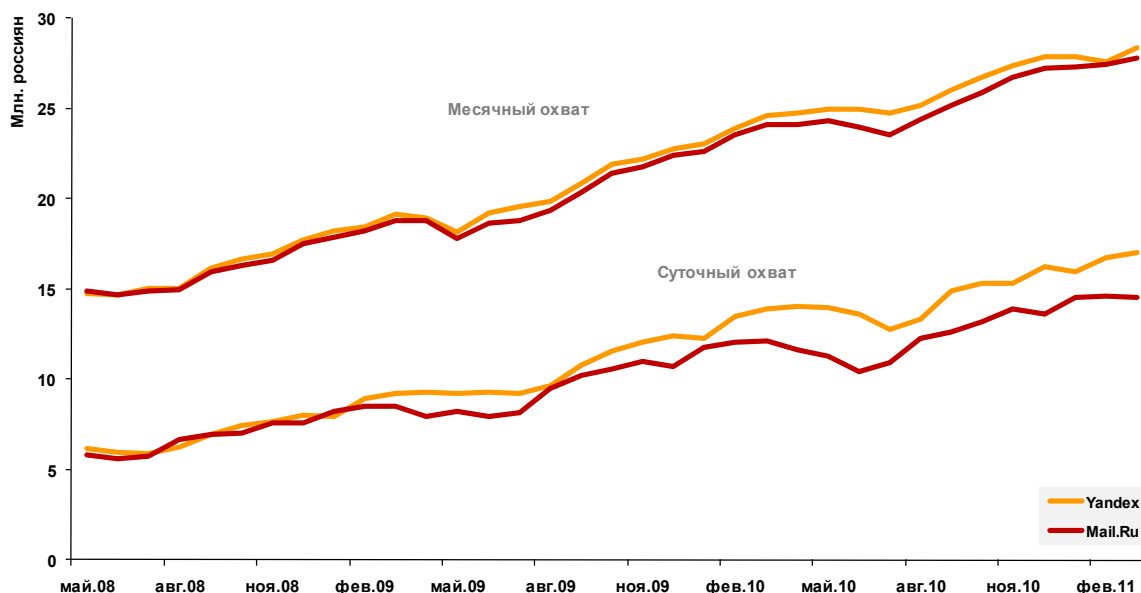


Рисунок 5. Месячный охват аудитории порталов Яндекс и Mail.Ru

По последним данным компании TNS Россия (www.tns-global.ru), в марте 2011 года крупнейшими проектами российского Интернета были «Яндекс» с суточным охватом аудитории в 16,6 млн. человек, Mail.ru (14,6 млн.) и Vkontakte.ru (13,2 млн.). Также в Топ-10 ресурсов Интернета попали Odnoklassniki.ru, Google (ru+com), Rambler (30 проектов), Wikipedia.org, Youtube.com, LiveJournal.com, Gismeteo.ru. При этом больше всего времени пользователи проводят на сайте Vkontakte.ru – в среднем 43 минуты в день, чуть меньше россияне тратят на сайте Odnoklassniki.ru (26 мин. в день), на проекты Mail.ru – 16 мин. в день.

Подобное распределение времени характерно и для зарубежных проектов – в то время, как поисковая система Google существенно превосходит социальную сеть Facebook по охвату американской аудитории, пользователи проводят на Facebook в 4,8 раза больше времени. Нижеследующая таблица основана на данных онлайн-панели Nielsen, крупнейшего международного медиаизмерителя. Как показывают данные Nielsen, портал Yahoo!, значительно уступающий Google в охвате американской аудитории, тем не менее, на 67% превосходит лидирующий поисковик по среднему времени пользователя на сайте, так что в итоге американская аудитория тратит на Yahoo! на 45% больше времени. Опыт Yahoo! демонстрирует выигрыши от «портализации», то есть аккумуляции и интеграции разнообразных сервисов (таких как электронная почта, новости и финансовая информация), что, безусловно, является одним из возможных путей развития и для «Яндекс». Пока что ни Google, ни «Яндекс» не сумели продемонстрировать таких успехов в какой-либо сфере, не привязанной к поиску, которые не были бы превзойдены одним из конкурентов. Уязвимой стороной поисковых и информационных сервисов является малая длительность пребывания пользователей на сайте, что можно проиллюстрировать примерами Google, MSN и Bing, Wikipedia, Ask Search. Однако ясно обозначившийся в последние два года рынок видеорекламы в сети требует большей привязанности пользователя к сайту (поскольку так легче убедить рекламодателя, что аудитория в самом деле готова смотреть ролики), поэтому социальные сети, порта-

лы (Facebook, Yahoo!, AOL) могут получить на этом рынке преимущество перед поисковыми системами.

Лидирующие Web-бренды в марте 2011 (США, дом+офис)			
Рейтинг	Бренд	Аудитория (млн.)	Время использования (чч:мм:сс)
1	Google	152,333	1:21:51
2	Facebook	135,695	6:35:43
3	Yahoo!	131,319	2:16:10
4	MSN/WindowsLive/Bing	119,292	1:26:41
5	YouTube	105,203	1:17:52
6	Microsoft	88,114	0:42:31
7	AOL Media Network	75,206	2:26:30
8	Apple	63,017	1:12:36
9	Wikipedia	61,805	0:15:44
10	Ask Search Network	60,517	0:10:06

Источник: The Nielsen Company

Прогноз темпов прироста охвата аудитории Яндекса

На рис.6 представлены темпы прироста суточного охвата аудитории российского Интернета в целом по данным ФОМ и портала Яндекс по данным онлайн-панели TNS. В 2008-2010 темпы прироста как российского интернета, так и «Яндекс» были необычно высоки, что связано с конкуренцией провайдеров широкополосного доступа в средних городах России, а также конкуренцией операторов мобильной связи, которые активно рекламировали беспроводную связь.



Рисунок 6. Темпы прироста суточного охвата российской аудитории Интернета в целом и портала «Яндекс»

Значительно более высокие темпы прироста аудитории «Яндекс» обусловлены ростом популярности его собственных сервисов (пробки, новости, поиски по картинкам, видео, картам и блогам). Отчасти эффект превышения темпов вызван и тем, что компания TNS вела измерения исключительно в городах с населением 100 тысяч человек и более, где интернет в последние три года развивался быстрее, чем в среднем по России. Показательно, что, сознавая это, TNS в 2011 году разворачивает работу и в малых городах, чтобы не пропустить новую волну роста.

Прогноз темпов прироста суточного охвата аудитории российского интернета в целом рассчитан нами на основе прогноза ФОМ. Мы полагаем, что портал «Яндекс» в 2011-2014 годах будет расти с теми же темпами прироста, что и аудитория в среднем. Безусловно, в отдельные периоды могут наблюдаться как положительные, так и отрицательные отклонения, но в целом мы ожидаем синхронного поведения. Простая формула «Яндекс – это российский интернет», будучи некоторым огрублением реальности, представляется нам точно отражающей показатели роста аудитории.

Прогноз охвата аудитории Яндекса

Сделанное предположение позволяет нам построить прогнозы охвата суточной и месячной аудиторий «Яндекс» при помощи прогнозов аудитории российского интернета в целом, выполненных ФОМ. Результаты прогнозирования представлены на рис.7. К началу 2015 года месячный охват аудитории «Яндекс» составит около 45 миллионов россиян, суточной – 31 миллион россиян. В соответствии со сделанным выше замечанием о расширении регионов работы TNS можно ожидать и существенно более высоких показателей, как только TNS начнет учитывать жителей городов с населением менее 100 тысяч человек, а также сельских населенных пунктов.

Основываясь на сделанном прогнозе, мы ожидаем **двукратного роста суточной аудитории** Яндекса в период с 2011 до конца 2014 года. Рост аудитории позволяет нам предположить, что объем доходов от контекстной рекламы, увеличится по крайней мере пропорционально объему аудитории. Проведенный даже анализ итогов опросов рекламодателей рядом агентств, показывает, что контекстная реклама вырастет еще быстрее.

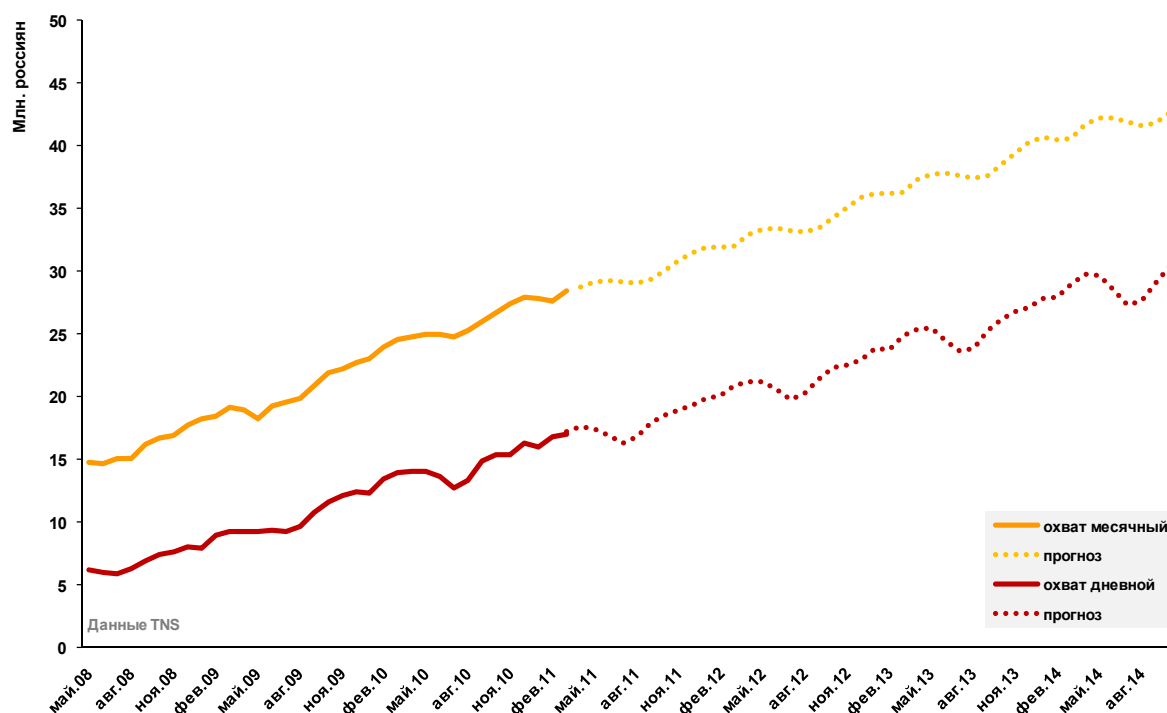


Рисунок 7. Прогноз суточного и месячного охвата аудитории Яндекса

Прогноз мирового рынка интернет-рекламы

Прогноз мирового рынка рекламы до 2016 г., основанный на расчетах компании Magna Global, представлен на рис.8. Ожидаются умеренно позитивные темпы прироста, составляющие 5-8%. Слабым звеном рекламного рынка оказывается традиционная пресса, которая постепенно уступает бюджеты новым медиа и, в частности, только за 2011 год потеряет 2.9%, вторым "потерпевшим" оказывается радио. При этом рекламодатели делают ставку на цифровые и вещательные медиа, в первую очередь на мобильную рекламу, онлайн-видео, баннерную и контекстную рекламу.

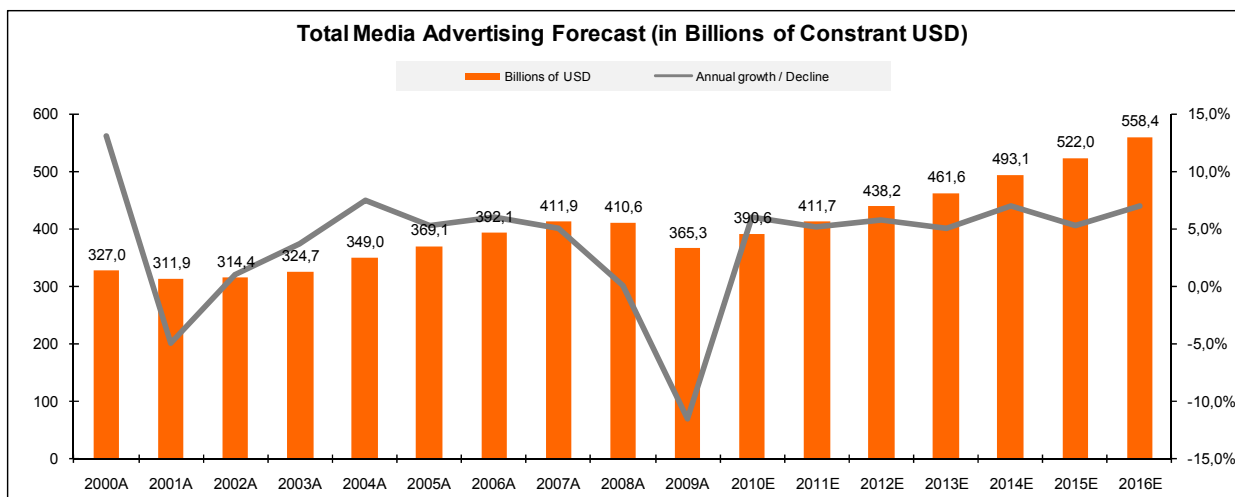


Рисунок 8. Глобальный рынок рекламы, по данным и прогнозу Magna Group

Ожидается рост мирового рынка интернет-рекламы в 2011 году на 12,5%, он составит почти \$71 млрд. долларов. В дальнейшем, вплоть до 2016 г., ожидается рост на 10,6% в год. Доля онлайн-рекламы составит в 2011 году 17% всего мирового рынка, а в 2016 году вырастет до 21%. В 2016 году каждый пятый доллар рекламодатели потратят онлайн, что, несомненно, с одной стороны, является позитивным фактором для рынка, а с другой – повлечет за собой возникновение новых услуг и новых поколений активных игроков, в том числе и представляющих угрозу для бизнеса «Яндекс».

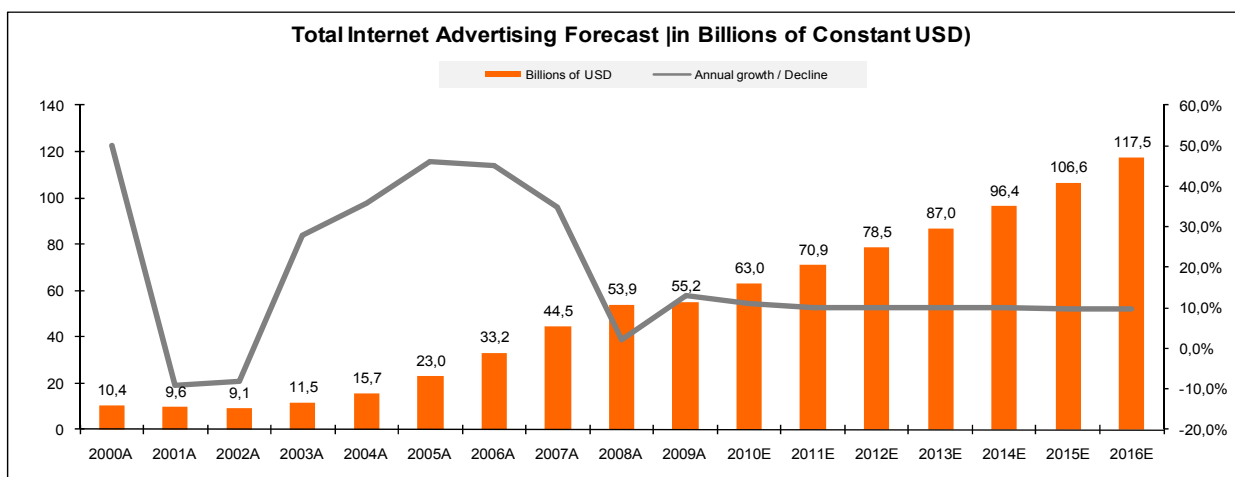


Рисунок 9. Глобальный рынок интернет-рекламы по данным и прогнозу Magna Group

Российский рынок интернет-рекламы

Основным фактором опережающего роста выручки российских интернет-компаний в ближайшие годы является быстрорастущий российский рынок интернет-рекламы. В частности, в 2010 году рынок интернет-рекламы, по оценке Ассоциации коммуникационных агентств России (АКАР), вырос на 60% (см. таблицу 1).

В 2010 году по данным АКАР суммарный объем рекламы в России и составил 250 млрд.руб. при темпах прироста 16%. Наивысшие темпы прироста показали реклама в кинотеатрах (91%) и контекстная реклама (46%), следует, однако, отметить, что общий объем контекстной рекламы в 18 раз больше. Объем контекстной рекламы на 40% превысил объем рекламы на радио и на 73% - в газетах.

Как неоднократно отмечалось в презентациях TNS, основного российского измерителя аудитории рекламных носителей, молодежная аудитория (18-35 лет) в течение значительной части суток интенсивнее пользуется интернетом, чем смотрит телевизионные передачи. Взростление молодежной аудитории и замещение взрослых поколений неизбежно влечет и перетекание рекламных бюджетов, вслед за аудиторией.

Таблица 1. Российский рекламный рынок в 2008-2010 гг. по данным АКАР, млрд. рублей

сегмент	2008 год	2009 год	2010 год	Прирост в 2010 году, %
Телевидение	138.9	113.7	130.7	15
<i>в т.ч. эфирное</i>	<i>137.6</i>	<i>112.2</i>	<i>128.8</i>	<i>15</i>
<i>кабельно-спутниковое</i>	<i>1.3</i>	<i>1.5</i>	<i>1.9</i>	<i>26</i>
Радио	15.0	10.6	11.8	11
Печатные СМИ	75.3	42.0	44.8	7
<i>в т.ч. газеты</i>	<i>13.1</i>	<i>8.6</i>	<i>9.7</i>	<i>13</i>
<i>журналы</i>	<i>35.1</i>	<i>20.2</i>	<i>21.6</i>	<i>7</i>
<i>рекламные издания</i>	<i>27.1</i>	<i>13.2</i>	<i>13.5</i>	<i>2</i>
Наружная реклама	45.8	27.3	32.2	18
Интернет	17.6	19.1	26.65	40
<i>в т.ч. медийная реклама</i>	<i>7.4</i>	<i>7.7</i>	<i>9.8</i>	<i>28</i>
<i>контекстная реклама**</i>	<i>10.2</i>	<i>11.4</i>	<i>16.85</i>	<i>46</i>
Прочие медиа	3.2	2.6	3.7	44
<i>в т.ч. Indoor-реклама</i>	<i>2.5</i>	<i>2.1</i>	<i>2.8</i>	<i>36</i>
<i>реклама в кинотеатрах</i>	<i>0.7</i>	<i>0.5</i>	<i>0.9</i>	<i>91</i>
ИТОГО по сегменту ATL	296	215	250	16
Маркетинговые услуги	71,2	51,5	65	26
ИТОГО	367	267	315	18

Объем рекламы в январе-марте 2011 года

В настоящий момент оглашены итоги развития рекламного рынка России за I квартал 2011 года, которые чрезвычайно важны, поскольку характеризуют посткризисный период. Суммарный объем рекламы в средствах ее распространения за вычетом НДС, составил примерно 54 млрд.руб., что на 28% больше, чем за аналогичный период предыдущего года. Все сегменты рекламного рынка продемонстрировали положительную динамику к показателям I квартала 2010 года, при этом по темпам прироста лидировали кабельно-спутниковое телевидение (70%) и Интернет (60%).

Таблица 2. Российский рынок рекламы в январе-марте 2011 года по данным АКАР

Сегменты	Январь-Март 2011 года	Прирост, %
Телевидение	28.2-28.7	29
<i>в т.ч. эфирное</i>	<i>27.9-28.4</i>	<i>29</i>
<i>кабельно-спутниковое</i>	<i>0.28</i>	<i>70</i>
Радио	2.1-2.3	17
Печатные СМИ	8.3-8.6	13
<i>в т.ч. газеты</i>	<i>1.7-1.8</i>	<i>10</i>
<i>журналы</i>	<i>4.0-4.1</i>	<i>15</i>
<i>рекламные издания</i>	<i>2.6-2.7</i>	<i>13</i>
Наружная реклама	7.1-7.4	20
Интернет	6.6-7.6	60
<i>в т.ч. медийная реклама</i>	<i>1.9-2.3</i>	<i>60</i>
<i>контекстная реклама</i>	<i>4.5-5.5</i>	<i>60</i>
Прочие	0.7	16
ИТОГО	53.5-54.5	28

Рынок поисковых запросов

Высокие темпы прироста за I квартал 2011 года уже нельзя отнести на период выхода из мирового финансового кризиса, они отражают в первую очередь приток новых рекламодателей, а также переток бюджетов рекламодателей из традиционных сегментов (в первую очередь – радио и печатной прессы).

В то время как Mail.Ru, безусловно, лидирует в коммуникационном сегменте, контролируя собственную социальную сеть, а также обладая долей в крупнейшей российской сети Vkontakte.ru, «Яндекс» сохраняет первенство по доле поисковых запросов. По данным счетчика LiveInternet (liveinternet.ru), в феврале-апреле 2011 года «Яндекс» обслуживал 54% поисковых запросов российского интернета, в то время как доля Google составляла менее трети рынка. Третий игрок – Mail.Ru, с долей рынка в 6,5% - значительно уступает двум лидерам, при этом за два года его доля снизилась на четверть. При этом Mail.Ru не удалось сформировать сильный бренд в сфере поиска, а его собственная разработка в сфере мультимедийного поиска Gogo так и не завоевала сколько-либо значительной доли рынка. С ноября 2008 года по апрель 2011 года доля старейшей российской поисковой системы Рамблер драматически упала с 6,3% до 1,2%, а сам Рамблер в настоящее время позиционируется скорее как медийный, чем как поисковый ресурс.

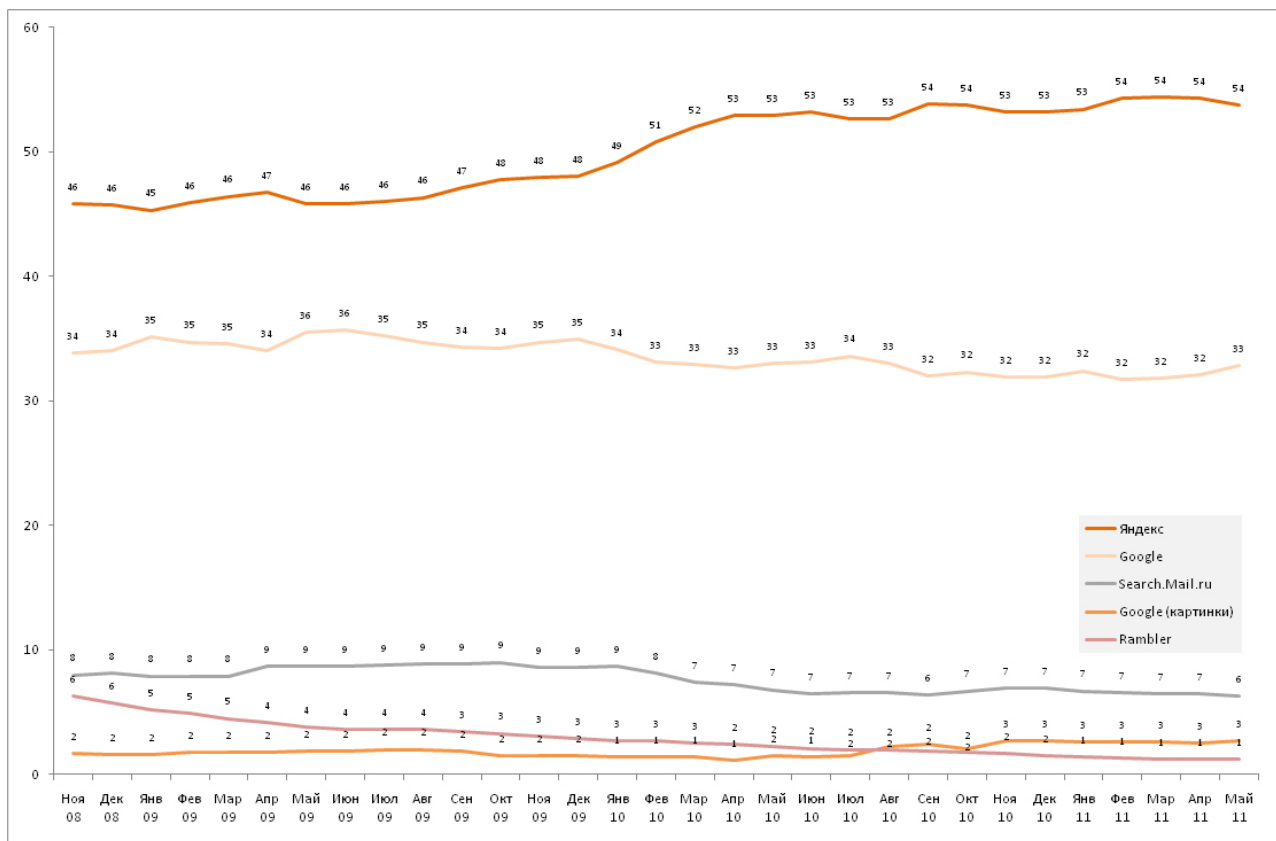


Рисунок 10. Доли ведущих поисковых систем в общем объеме поисковых запросов (РФ) по данным LiveInternet

Прогноз рынка контекстной рекламы в России

В настоящее время существует несколько независимо составленных прогнозов российского рекламного рынка, основываясь на которых мы предлагаем оценки рынка Интернет-рекламы и контекстной рекламы на 2011-2016 гг. Прогноз ZenithOptimedia предполагает рост рекламного рынка в России на уровне 23% в год на период 2010-2015 гг. Прогноз MagnaGroup несколько скромнее, средние темпы прироста в нем составляют 10% (что, тем не менее, существенно выше среднемировых 5-8%). Компромиссная среднегеометрическая оценка составляет 16%, ее мы и принимаем за оценку темпов прироста российского рекламного рынка в целом. В таком случае следует, в 2016 году российский рекламный рынок более, чем удвоится и составит 20 млрд. долларов в 2016 году. Эта оценка может показаться высокой, однако составит лишь 5% от американского рекламного рынка, величина которого еще в 2010 году составляла 300 млрд. долларов.

Рынок контекстной рекламы в России

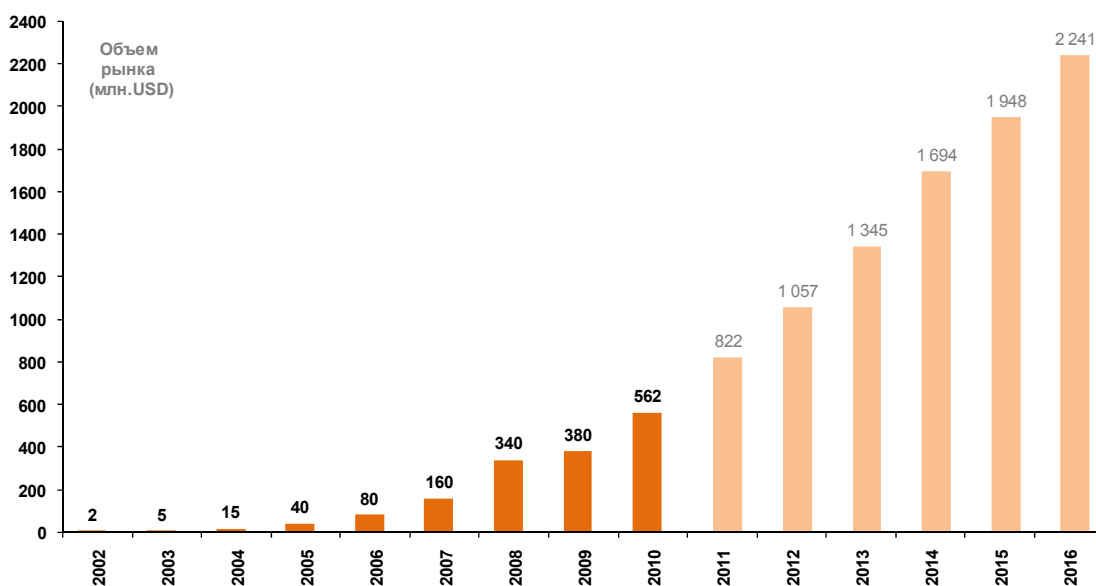


Рисунок 11. Историческая динамика и прогноз рынка контекстной рекламы в России.

По оценке Zenith Optimedia, доля интернет-рекламы в бюджетах российских рекламодателей вырастет с текущих 11% до 15% за тот же период. По приведенной ранее оценке Magna Group доля онлайн-рекламы составит в 2011 году 17% всего мирового рынка, а в 2016 вырастет до 21%. В России АКАР оценивает совокупную долю Интернет-рекламы (контекстной и медийной) в 2010 году в 11% рынка. При условии, что к 2016 году доля онлайн-рекламы вырастет даже не до 21%, а лишь до нынешних среднемировых 17%, а соотношение между контекстной и медийной рекламой останется на уровне 63:37, мы получаем прогноз российского рынка контекстной рекламы в интернете, представленный на рис.11. Отметим, что в 2005-2010 годах доля контекстной рекламы непрерывно возрастала, в то время как доля медийной – снижалась. Можно было бы предположить, что контекстная реклама будет и дальше замещать медийную. Однако по мере роста проникновения широкополосного доступа все больше пользователей просматривают видео онлайн, в связи с чем ожидается взрывной рост рынка видеорекламы (сейчас в России этот рынок составляет лишь 10 млн. долларов). Видеореклама обычно включается в состав медийной рекламы, что и служит основой нашего предположения о сохранении текущего соотношения.

Прогноз доли «Яндекс» на рынке контекстной рекламы

В настоящее время доля «Яндекс» российском рынке контекстной рекламы по различным оценкам составляет 53-65%. Некоторых опубликованные оценки утверждают, что на долю Яндекса приходится 75-80% рынка контекстной рекламы, в то время как совокупная доля Google и Бегуна составляет лишь 20-25%. Представители конкурирующей с «Яндекс» на российском рынке компании Бегун отказались назвать доли рынка отдельных игроков, однако согласились, что диапазон оценок 60-65% отражает долю «Яндекс». Таким образом, доля компании на рынке поисковой рекламы несколько превышает его долю в общем числе поисковых запросов (рис.10), которая в настоящее время составляет 54%. Это связано с тем, что, будучи крупным игроком, «Яндекс» имеет возможность продавать рекламу дороже чем поисковые машины с малой долей рынка, либо иные рекламные операторы, кото-

рые постепенно выдавливаются в нишу дискаунтеров и концентрируются на обслуживании специфических клиентов.

Наша уверенность в способности «Яндекс» отстоять свою долю рынка поисковой рекламы в среднесрочном периоде основана на стабильности его доли как на рынке контекстной рекламы, так и в суммарном числе поисковых запросов. Если первый показатель известен, в основном, по экспертному мнению представителей рекламных агентств и самих продавцов контекстной рекламы, то долю поисковых запросов измеряет независимый проект («счетчик» LiveInternet). Как показывает рис.7, в 2008-2011 гг. доля «Яндекс» неизменно росла и увеличилась с 45% до 54%, в первую очередь за счет потери рынка его ветераном – компанией Рамблер, а кроме того – за счет ухода мелких игроков и консолидации рынка. Мы предполагаем, что в 2011-2016 гг. поисковая машина Google, которая, безусловно, могла бы увеличить свою долю в России, не станет сконцентрировать ресурсы на российском рынке, поскольку рассматривает более крупный – китайский – рынок, как более важный, а рынки развивающихся стран как более доступные. В этой ситуации политика Google на российском рынке, состоящая в поддержании представительства и обслуживании в первую очередь запросов на английском языке, не претерпит изменений.

Другую угрозу для «Яндекс» составлял бы поиск, который могли бы предоставить крупные социальные сети, например, Vkontakte или Facebook. Опыт Mail.Ru свидетельствует, что крупный коммуникационный портал способен захватить 6-8% рынка поисковых запросов. Однако в настоящее время Facebook огласил лишь планы атаки на традиционную электронную почту, а в случае отечественных социальных сетей «Яндекс» успел перехватить инициативу, заключив в декабре 2010 года с сетью Vkontakte партнерское соглашение, позволяющее индексировать профили пользователей этой сети. Мы полагаем, что в ближайшие два года Vkontakte будет концентрироваться на конкуренции социальных сетей (в первую очередь – с Facebook), и не станет создавать собственную поисковую машину.

В итоге доля «Яндекс» на рынке поисковых запросов сохранится и позволит продавцам компании расти со среднегодовыми темпами 31% вплоть до 2015 года.

3. Оценка бизнеса Яндекса

Прогноз финансовых показателей

Млн. руб.	Факт		Прогноз					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Рекламная выручка								
Контекстная реклама								
Сайты Яндекса	4 728	5 800	9 454	12 428	16 336	21 474	28 229	37 107
рост	на	22.7%	63.0%	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%
Партнёрская сеть	1 846	1 733	1 506	2 193	2 883	3 790	4 982	6 548
% от контекстной рекламы	28.1%	23.0%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Итого контекстная реклама	6 574	7 533	10 961	14 621	19 219	25 264	33 210	43 656
Баннерная реклама	912	933	1 229	1 625	2 135	2 807	3 690	4 851
% от рекламной выручки	12.2%	11.0%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Итого рекламная выручка	7 486	8 466	12 190	16 245	21 355	28 071	36 900	48 506
Комиссия с онлайн-платежей	130	201	263	333	438	576	757	995
% от общей выручки	1.7%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Прочая выручка	33	62	48	83	110	144	189	249
% от общей выручки	0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Итого выручка	7 649	8 729	12 501	16 662	21 902	28 791	37 847	49 750
Себестоимость								
Расходы на привлечение трафика								
Относящиеся к партнёрской сети	1194	1067	921	1360	1787	2350	3089	4060
Комиссия партнёров	64.7%	61.6%	61.2%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%
Относящаяся к партнёрам по дистрибуции	76	238	652	923	1307	1851	2621	3711
% от поисковой выручки	1.6%	4.1%	6.9%	7.4%	8.0%	8.6%	9.3%	10.0%
Итого расходы на привлечение трафика	1271	1306	1574	2284	3095	4201	5710	7771
Прочая себестоимость	431	781	1012	1333	1752	2303	3028	3980
% от выручки	5.6%	8.9%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Итого себестоимость	1702	2087	2586	3616	4847	6504	8738	11751
Разработка продукта	1013	1619	2073	3607	4086	4923	5810	6735
Общедиректорские расходы	1250	1474	1838	3198	3623	4365	5152	5972
ЕВИТДА	3684	3550	6004	6241	9346	12999	18147	25292
Маржа	48.2%	40.7%	48.0%	37.5%	42.7%	45.1%	47.9%	50.8%
Амортизация	600	912	1181	2166	2663	3361	4316	5603
Операционная прибыль	3084	2638	4823	4074	6683	9638	13831	19689
Процентный доход	86	67	156	276	913	1115	1409	1862
Прочие доходы/расходы	208	-23	24	0	0	0	0	0
Чистая прибыль до налогов	3378	2682	5003	4351	7596	10753	15240	21551
Налоги	947	672	1186	1031	1726	2341	3180	4310
Эффективная ставка	28.0%	25.1%	23.7%	23.7%	22.7%	21.8%	20.9%	20.0%
Чистая прибыль	2431	2010	3817	3319	5870	8411	12060	17241
Маржа	31.8%	23.0%	30.5%	19.9%	26.8%	29.2%	31.9%	34.7%

Выручка

Основываясь на прогнозах по рекламному рынку в целом, динамики доли интернет рекламы в общих рекламных бюджетах, а также на предположении, что «Яндекс» сумеет удержать свою рыночную долю в 2011-2015 годах, мы прогнозируем 31% ежегодный рост продаж контекстной рекламы в указанный период.

Маржинальность

Мы прогнозируем незначительное уменьшение валовой маржи в 2011 году в связи с ожидаемым увеличением доли партнёрской сети в выручке «Яндекс», и, следовательно, увеличением суммы партнёрской комиссии. Кроме того, одной из целей «Яндекс» является расширение отношений с партнёрами по дистрибуции. Мы ожидаем, что отношение расходов на них к поисковой выручке вырастет с текущих 7% до 10% к 2015 году.

Мы прогнозируем значительное уменьшение маржи по EBITDA в 2011 году как прямой результат увеличивающегося штата «Яндекс», а также его расходов на аренду. В дальнейшем ожидается постепенное восстановление этого показателя на уровень выше среднеотраслевого.

По нашим прогнозам маржа по чистой прибыли также понизится в 2011 году как следствие возросших расходов на амортизацию, вызванных планируемым двукратным ростом кап. затрат в этом году. В дальнейшем «Яндекс» планирует поддерживать кап. затраты (относительно выручки) на уровне 2010 года, что по нашим ожиданиям, приведёт к восстановлению маржинальности на высокие уровни.

Оценка

Оценивая акции «Яндекс», мы использовали доходный подход и метод сравнимых компаний.

DCF

При оценке методом DCF мы применили 12% WACC и темп роста в постпрогнозный период на уровне 4%. Терминальная стоимость рассчитана с использованием H-модели, чтобы отразить предположение, что Компания выйдет на долгосрочный темп роста постепенно, линейно в течение 5 лет.

Стоимость рассчитана в рублях и конвертирована по текущему курсу доллара. Стоимость акции, рассчитанная в рамках доходного подхода, предполагает потенциал роста в 40% относительно середины ценового коридора IPO.

<i>Данные в млн.руб, если не указано обратное</i>	2011	2012	2013	2014	2015
ЕВИТ	4351	7596	10753	15240	21551
Налоги на ЕВИТ	-1031	-1726	-2341	-3180	-4310
Неденежные статьи	2169	2666	3365	4321	5610
Высвобождение оборотного капитала (Вложения в оборотный капитал)	126	632	702	962	1312
Инвестиции	-4652	-4127	-5361	-6977	-9097
Свободный денежный поток	963	5041	7117	10365	15066
<i>Темп роста</i>		<i>423.7%</i>	<i>41.2%</i>	<i>45.6%</i>	<i>45.3%</i>
Дисконтирующий фактор	0.94	0.84	0.75	0.67	0.60
Дисконтированный денежный поток	910	4253	5361	6971	9047
Стоимость в постпрогнозный период (H-Model)					234521
Стоимость бизнеса					261064
Минус чистый долг					-3361
Стоимость 100% Equity					264425
Стоимость 100% Equity (млн. USD)					9462
Количество акций после IPO, млн.шт.					321.25
Середина ценового коридора IPO					21
Предполагаемая цена					29.45
Предполагаемый потенциал роста					40%
Ставка дисконтирования					12%

Рост в постпрогнозный период	4%
Курс доллара	27.95

Сравнимые компании.

При оценке акций «Яндекс» мы также использовали сравнительный подход, проанализировав текущие ценовые мультипликаторы интернет компаний с развивающихся рынков и глобальных интернет лидеров.

Результаты анализа показывают, что акции «Яндекс» (при условии финальной цены размещения в середине предполагаемого ценового коридора) справедливо оценены в сравнении с компаниями с развивающихся рынков, и предполагают премию более 60% по сравнению с компаниями с развитых рынков.

	Рыночная капитализация, млн. долл	P/S			EV/EBITDA			P/E		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
Qihoo 360	3 025	52.5	27.6	15.8	293.1	154.0	88.0	--	118.9	60.9
Shanda Interactive	2 999	3.7	3.2	2.7	16.9	14.3	15.1	30.8	25.4	24.2
Perfect World	1 207	3.7	3.1	2.6	7.0	5.8	4.7	10.0	8.7	7.2
Baidu	45 751	37.6	31.8	27.0	66.5	45.8	35.1	73.0	49.7	39.7
Tencent	51 762	17.2	14.6	12.3	30.8	22.9	17.8	36.7	27.3	21.2
Yoku.com	5 114	216.3	105.0	60.7	--	--	--	--	--	2 225.0
Dang	1 639	4.7	3.1	2.1	256.0	--	--	1 345.6	221.7	95.0
Alibaba.com	8 668	11.0	9.3	7.9	26.4	20.2	15.4	35.5	27.1	20.2
Ctrip	6 821	260.3	136.8	78.2	36.5	25.9	19.9	45.1	35.5	29.0
Renren	5 158	67.4	--	--	397.6	--	--	--	--	--
MakeMyTrip	887	10.6	9.9	7.2	--	--	--	197.3	179.3	66.1
Info Edge India	879	17.0	20.1	16.0	34.8	41.1	32.8	62.6	50.4	38.2
Mercado Libre	3 778	17.4	12.8	10.0	46.7	33.3	22.0	62.5	46.5	30.6
NHN Corporation	8 847	7.3	6.6	6.0	12.6	11.2	9.9	18.1	15.9	13.8
Среднее значение	--	51.9	29.5	19.1	102.1	37.5	26.1	174.3	67.2	205.5
Медиана	--	17.1	12.8	10.0	35.6	24.4	18.9	45.1	41.0	30.6
Яндекс (середина ценового коридора)		15.1	11.3	8.6	32.0	30.7	20.5	49.4	56.8	32.1
Потенциал роста (снижения)		13%	13%	16%	11%	-21%	-8%	-9%	-28%	-5%
Глобальные интернет лидеры										
AOL	2 054	0.9	0.9	0.9	--	--	--	--	--	--
Interactive Coporation	3 117	1.9	1.8	1.7	14.8	12.7	10.9	102.1	84.5	67.4
NetEase.com	5 893	10.2	8.8	7.6	10.4	9.0	8.5	17.5	15.2	13.5
Sohu.com	3 192	5.2	4.5	3.9	10.4	8.7	7.8	21.3	18.4	16.7
Sina corporation	6 511	18.2	14.6	11.8	57.5	44.9	39.0	--	--	--
Daum	1 275	4.0	3.5	3.1	9.8	8.4	7.3	12.2	10.3	8.7
Dena	5 268	3.8	3.3	3.0	6.4	5.9	6.0	12.9	11.2	10.8
Mixi	587	2.8	2.5	2.2	9.2	7.4	6.1	34.3	27.2	22.8
Gree	4 389	10.1	7.0	4.8	17.2	11.2	8.9	25.1	16.5	13.1
Google	170 648	5.8	5.1	4.4	11.8	10.1	8.6	20.6	17.6	15.2

Yahoo	21 564	3.4	3.2	3.1	13.0	11.6	10.8	19.4	16.0	13.7
Amazon.com	91 566	2.7	2.1	1.7	40.5	30.9	22.9	87.8	65.3	48.1
Ebay.com	43 570	4.8	4.1	3.6	13.8	12.3	10.8	23.7	21.1	18.0
Среднее значение	--	5.7	4.7	4.0	17.9	14.4	12.3	34.3	27.6	22.5
Медиана	--	4.0	3.5	3.1	12.4	10.6	8.8	21.3	17.6	15.2
Яндекс (середица ценового коридора)		15.1	11.3	8.6	32.0	30.7	20.5	49.4	56.8	32.1
Потенциал роста (снижения)		-73%	-69%	-64%	-61%	-65%	-57%	-57%	-69%	-53%

На наш взгляд, сравнение «Яндекс» с быстрорастущими компаниями Бразилии, Индии и Китая наиболее корректно, поэтому для оценки акций «Яндекс» сравнительным подходом мы применили медианные мультипликаторы компаний с развивающихся рынков. При оценке использовали текущие и прогнозные мультипликаторы P/S и EV/EBITDA. (мы не использовали мультипликатор P/E, чтобы исключить влияние повышенных расходов на амортизацию, которые мы прогнозируем для «Яндекс» в 2011-12 годах в связи с резким ростом капитальных затрат).

<i>Данные в млн. долл.</i>	<i>Выручка</i>	<i>EBITDA</i>
Яндекс 2010	447	214.83
Яндекс 2011	596	223.31
Яндекс 2012	784	334.41
<i>По курсу доллара на 27.95</i>		
Медианные мультипликаторы с развивающихся рынков	<i>P/S</i>	<i>EV/EBITDA</i>
2011	17.11	35.62
2012	12.81	24.36
2013	9.99	18.87
Предполагаемая оценка		
2010	7 654	7 773
2011	7 635	5 560
2012	7 828	6 430
Среднее значение	7 147	
Количество акций, млн.	321	
Предполагаемая цена акции	22.2	
Потенциал роста (снижения)	6%	

Итог оценки.

Совмещая с равными весами результаты оценки методом DCFи методом рыночных мультипликаторов, мы получаем оценку 100% компании в в \$8.3 млрд, или \$25.85 за акцию, что подразумевает 23% потенциал роста к середине ценового коридора IPO.


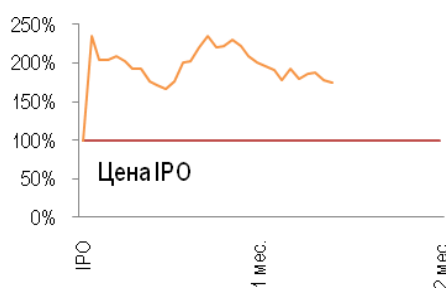


<i>Млн. долл.</i>	<i>Метод рыночных мультипликаторов</i>	<i>DCF</i>
Оценка 100% компании	7147	9462
Вес	50%	50%
Средневзвешенная оценка	8304	
Количество акций, млн.	321.25	
Справедливая цена акции, \$	25.85	

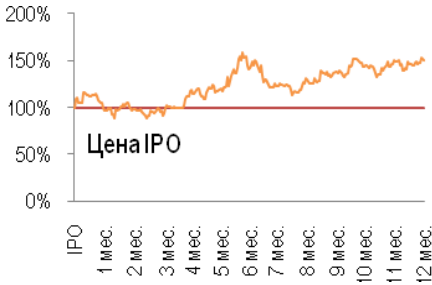
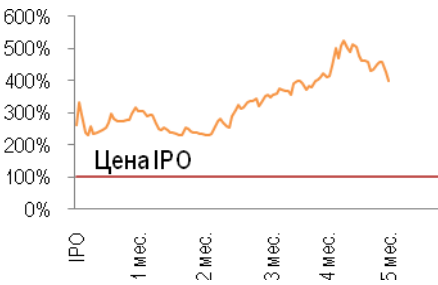




Потенциал роста относительно середины ценового коридора 23%

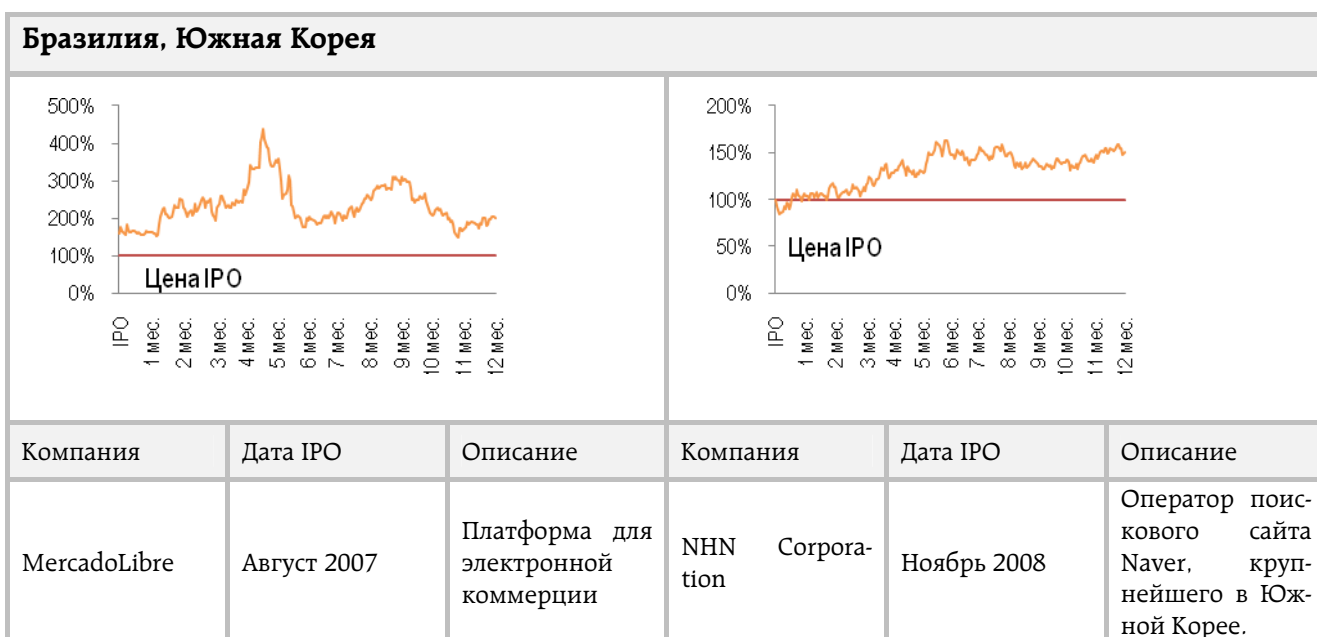
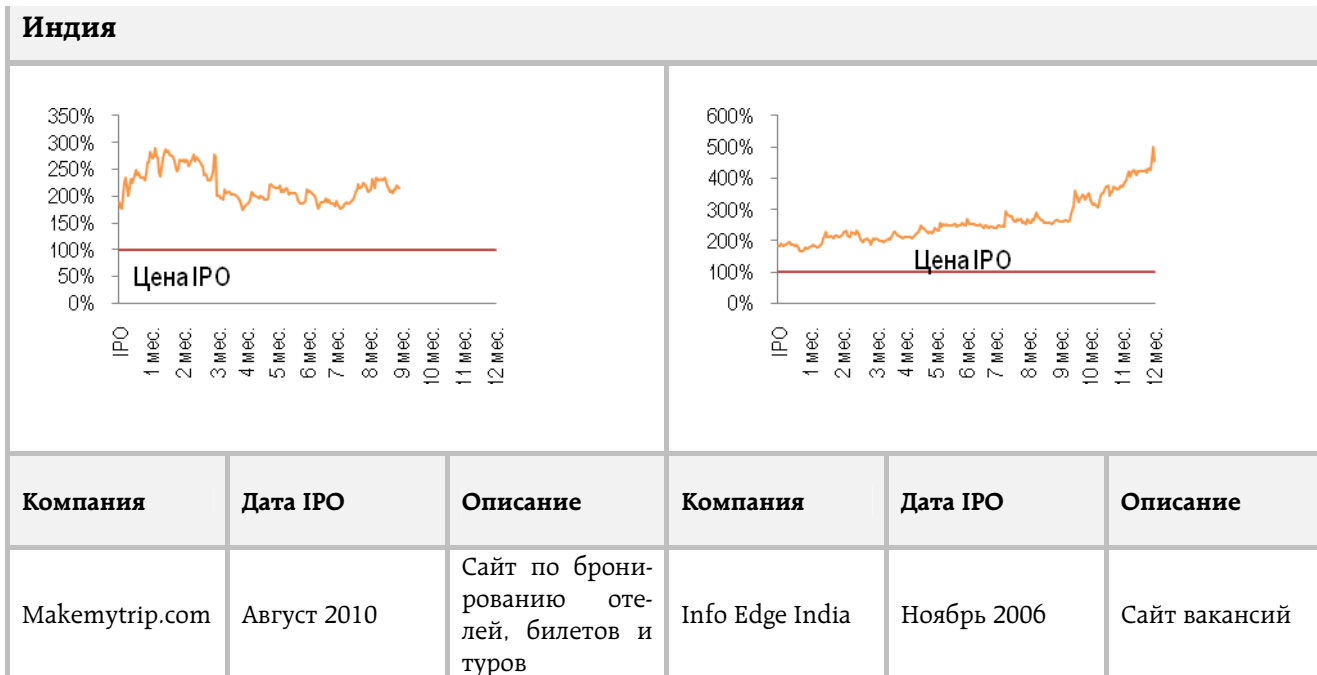
Краткосрочная перспектива

IPO интернет компаний с развивающихся рынков традиционно вызывают повышенный интерес у инвесторов. Параболические прогнозы роста сегмента интернет в странах БРИК привлекают не только фонды, традиционно вкладывающих в развивающиеся экономики, но и крупных международных инвесторов в интернет. Это, а также ограниченное число компаний, предлагающих свои акции, приводит к тому, что акции интернет компаний из БРИК показывают устойчивую положительную динамику в краткосрочном периоде после IPO. Так, акции 90% интернет компаний Бразилии, Индии и Китая, прошедших IPO после краха доткомов, выросли в цене в среднем более чем в 2 раза относительно цены IPO в течение первого года торгов.

Не менее успешно показывают себя акции южнокорейской компании NHN Corporation, управляющей интернет поисковиком Naver, крупнейшим в стране (доля Google в Южной Корее ниже 10%). Её котировки выросли на 50% за первый год торгов и сейчас находятся на уровне на 70% выше первоначальной цены размещения.

Китай					
					
Компания	Дата IPO	Описание	Компания	Дата IPO	Описание
Perfect World	Май 2004	Разработчик и издатель MMO игр	Qihoo 360	Март 2011	Производитель антивирусного программного обеспечения
					
Компания	Дата IPO	Описание	Компания	Дата IPO	Описание
Shanda	Июль 2007	Разработчик и издатель MMO игр	Baidu	Август 2005	Крупнейший китайский поисковик

					
Компания	Дата IPO	Описание	Компания	Дата IPO	Описание
Tencent	Июнь 2004	Холдинговая компания, занимающаяся предоставлением интернет услуг и онлайн рекламой.	Youku	Декабрь 2010	Интернет видео портал
					
Компания	Дата IPO	Описание	Компания	Дата IPO	Описание
Dang	Декабрь 2010	Е-commerce компания	CTrip	Май 2011	Сайт по бронированию отелей, билетов и туров
					
Компания	Дата IPO	Описание	Компания	Дата IPO	Описание
RenRen	Декабрь 2003	Социальная сеть	Alibaba.com	Ноябрь 2007	B2B услуги в сфере e-commerce



Основываясь на этих данных, а также принимая во внимание факт, что депозитарные расписки Mail.ru в настоящий момент торгуются выше цены размещения, можно с определённой долей уверенности прогнозировать положительную динамику курса акций «Яндекс» в краткосрочной перспективе.

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено. При подготовке настоящего материала использовался проспект Яндекса, поданный в SEC.