ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 19

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ СЕКТОР РОССИИ
ИТ-компании на бирже

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Технологический сектор России: ИТ-компании на бирже

https://litres.ru/74758218
SelfPub; 2026

Аннотация

Технологические компании — самый быстрорастущий сегмент российского рынка, переживший настоящую волну размещений. Как оценить бизнес, который тратит деньги на рост и пока мало зарабатывает? Эта книга даёт ответ. Вы узнаете, как оценивать компании роста по выручке, марже и денежному потоку, почему подписочная модель ценится выше разовых продаж и что такое удержание клиентов. Мы разберём налоговые льготы для ИТ-отрасли, влияние импортозамещения и господдержки на спрос. Отдельное внимание уделено итогам ИТ-размещений: какие обещания эмитенты выполнили, а какие нет. Вы научитесь отличать настоящую историю роста от красивой презентации для инвесторов.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Компании без станков 5
Глава 2. Путь от аутсорсинга до собственной биржи 26
Глава 3. Импортозамещение как мотор спроса 48
Глава 4. Налоговые льготы для ИТ-отрасли 70
Глава 5. Как зарабатывает софтверная компания 91
Конец ознакомительного фрагмента. 109

Виталий Гурьев
Технологический сектор России: ИТ-компании на бирже

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Компании без станков

В половине десятого утра в новосибирском офисе начинается планёрка, и Станислав, как всегда, стоит у большого экрана с доской задач. Ему тридцать восемь лет, он руководит группой бэкенд-разработчиков в компании, которая пишет программы для складов и транспортных диспетчерских. Пока коллега рассказывает про ночной сбой в модуле маршрутов, Станислав машинально открывает на телефоне приложение брокера. Цифра внизу экрана не меняется уже несколько месяцев: портфель, в который он вложил полтора миллиона рублей, стоит чуть больше одного миллиона. Минус тридцать два процента, и всё это в бумагах компаний, чью работу он, как ему казалось, понимает лучше любого аналитика.

Вечером того же дня ему звонит из Самары младшая сестра Дарина. Ей двадцать семь, она работает аккаунт-менеджером в компании, которая продаёт облачную бухгалтерию небольшим магазинам, кафе и мастерским. У неё на вкладе лежат четыреста тысяч рублей, ставка по вкладу постепенно снижается, и она впервые всерьёз думает об акциях. «Ты же программист, — говорит она брату, — ты должен знать, какие ИТ-компании покупать». Станислав долго молчит, а потом признаётся, что сам до конца не понимает, почему его бумаги стоят так дёшево, хотя у компаний, по его ощущени-

ям, всё неплохо.

Этот разговор брата и сестры стоит в начале книги не случайно. Станислав знает отрасль изнутри: как пишется код, как срываются сроки релиза, как заказчик требует доработку в последний день года. Дарина видит отрасль глазами клиента и продавца, она каждый день слышит, почему люди продлевают подписку или уходят к конкуренту. Ни то, ни другое не делает их инвесторами автоматически, потому что биржа оценивает не качество кода и не удобство интерфейса, а будущие деньги, которые бизнес принесёт акционерам. В этой книге мы пройдём вместе с ними путь от ощущения «я разбираюсь в технологиях» к умению читать технологическую компанию как инвестор.

Начнём с простого вопроса, который только кажется очевидным: что вообще считать технологической компанией на российской бирже. В повседневной речи «айтишниками» называют всех, кто связан с компьютерами, от банковского приложения до интернет-магазина. Инвестору такая широта мешает, потому что под одним словом оказываются бизнесы с совершенно разной экономикой. Банк может тратить на разработку миллиарды рублей и держать тысячи программистов, но зарабатывает он на процентах по кредитам, и оценивать его надо по правилам банковского сектора. Мобильный оператор строит сети и продаёт связь, у него огромные вложения в вышки и кабели, и его место в книге о телекоме.

В этой книге технологической мы называем компанию, у

которой главный продукт и главный источник выручки — программы, цифровые сервисы или вычислительные мощности. Это разработчики программного обеспечения для предприятий и государства, компании информационной безопасности, облачные провайдеры и владельцы дата-центров, системные интеграторы, которые внедряют чужие и свои решения, а также интернет-платформы, живущие на рекламе, комиссиях и подписках. Граница не всегда проходит чётко. Крупная интернет-группа может владеть банком, а оператор связи — облачным бизнесом, и тогда приходится смотреть, какая часть выручки и прибыли относится к технологиям, а какая к соседним отраслям.

Хороший способ провести эту границу — спросить себя, что произойдёт с компанией, если завтра выключат её серверы и уволят разработчиков. Банк без программистов будет работать хуже и медленнее, но у него останутся кредиты, вклады и лицензия. Оператор связи сохранит вышки и абонентов. Разработчик программ без своих людей и своего кода потеряет почти всё, что у него есть. Именно эта зависимость от интеллектуального труда делает ИТ-компанию особым объектом для инвестора.

Отсюда вытекает первое и, пожалуй, самое важное отличие технологического бизнеса от привычных отраслей российского рынка. У нефтяной компании главные активы — месторождения, скважины и трубопроводы, у металлургов — домны и прокатные станы, у энергетиков — электростан-

ции и сети. Всё это можно потрогать, сосчитать в тоннах и мегаваттах, оценить по стоимости замещения. У типичной софтверной компании на балансе почти ничего такого нет: несколько этажей арендованного офиса, ноутбуки сотрудников и серверы, которые часто тоже арендованы у облачного провайдера.

Главный актив ИТ-компании — люди и код, и ни того, ни другого вы в полной мере не найдёте в балансе. Программист, который десять лет развивал систему управления базами данных, знает её устройство так, как никто другой, но компания не может записать его голову в активы. Код, на который ушли сотни человеко-лет, отражается в отчётности лишь частично, если затраты на разработку капитализировали, а чаще не отражается вовсе. Поэтому балансовая стоимость технологической компании обычно в разы меньше её рыночной цены, и мультипликатор «цена к балансовой стоимости», полезный для банков и промышленников, здесь почти ничего не говорит.

Представьте две пекарни на одной улице. У первой есть собственное здание, печи, тестомесы и грузовик для доставки, и всё это стоит денег, даже если пекарня закроется. У второй нет ничего, кроме знаменитого рецепта, который знают три кондитера, и арендованной кухни. Вторая пекарня может зарабатывать больше первой, но если кондитеры уйдут к конкуренту, от неё не останется даже печей, которые можно продать. ИТ-компания устроена как вторая пекарня, и это

одновременно её сила и её уязвимость.

Сила в том, что такому бизнесу не нужно строить заводы, чтобы расти. Если программа продаётся хорошо, компания может продать ещё тысячу копий почти без дополнительных затрат, ведь копирование файла ничего не стоит. Нефтяной компании для удвоения добычи нужно найти и обустроить новые месторождения, а разработчику для удвоения выручки иногда достаточно удвоить отдел продаж. Именно поэтому успешные технологические компании способны расти быстрее любых промышленных и показывать высокую рентабельность.

Уязвимость в том, что всё держится на людях, которые в любой момент могут уйти. Сотрудник металлургического комбината вряд ли унесёт с собой домну, а ведущий архитектор программного продукта уносит в голове понимание того, как продукт устроен и куда его развивать. Кроме того, программу можно скопировать или повторить, и защищённость бизнеса зависит не от толщины стен, а от того, насколько трудно клиенту перейти на продукт конкурента. Об этих рисках мы будем говорить на протяжении всей книги, а подробный разбор зависимости от ключевых людей ждёт вас в девятнадцатой главе.

Теперь посмотрим на сектор целиком, словно на карту города, где каждый район живёт по своим законам. Самый большой и самый понятный район — разработчики программного обеспечения для бизнеса и государства. Они де-

лают операционные системы, базы данных, офисные пакеты, системы электронного документооборота, программы для бухгалтерии и управления предприятием. Зарабатывают они на продаже лицензий, подписке и технической поддержке, и у лучших из них рентабельность выше, чем у большинства компаний на бирже.

Соседний район на этой карте — информационная безопасность. Это компании, которые защищают сети, компьютеры и данные от взломов, вирусов и утечек. Формально они тоже разработчики программ, но спрос на их продукты подчиняется особым законам: его подстёгивают атаки злоумышленников и требования регуляторов. Поэтому кибербезопасности в книге отведена отдельная, пятнадцатая глава.

Дальше начинается район тяжёлой инфраструктуры: облачные провайдеры и владельцы дата-центров. Их бизнес больше похож на сдачу в аренду недвижимости с электричеством, чем на написание программ. Им нужны здания, мощные подключения к сетям, системы охлаждения и тысячи серверов, и всё это требует крупных капитальных вложений. Из-за этого облачная компания по своей экономике ближе к энергетике или телекому, чем к разработчику софта, и мы подробно разберём её в шестнадцатой главе.

Ещё один район — системные интеграторы. Они подбирают для заказчика оборудование и программы, устанавливают, настраивают, связывают между собой и сопровождают. Выручка у крупного интегратора может быть огромной, ведь

через него проходят закупки чужого оборудования и лицензий, но маржа обычно тонкая. Интеграторам в книге посвящена отдельная, семнадцатая глава.

Наконец, на окраине карты, но с самыми яркими вывесками, расположены интернет-платформы: поисковики, площадки объявлений, сервисы поиска работы, развлекательные и образовательные сервисы. Их клиент — массовый пользователь, а зарабатывают они на рекламе, комиссиях и подписках. Именно о них большинство людей вспоминает, когда слышит словосочетание «технологическая компания», хотя на бирже это лишь один из районов сектора. О платформах и экосистемах пойдёт речь в восемнадцатой главе.

Почему важно с самого начала видеть эти районы по отдельности? Потому что новичок часто складывает в одну корзину всё, что связано с компьютерами, и ждёт от каждой бумаги одинакового поведения. Между тем разработчик с маржой в сорок процентов и интегратор с маржой в два процента реагируют на одни и те же события совершенно по-разному. Облачный провайдер с большим долгом страдает от высокой ставки сильнее, чем софтверная компания с деньгами на счёте. Площадка объявлений зависит от активности людей, а производитель средств защиты — от числа атак и проверок регулятора.

Отдельного внимания заслуживают пограничные случаи, потому что именно на них новички чаще всего ошибаются. Возьмём производителя серверов и компьютеров. Он то-

же работает в технологиях, но его экономика ближе к машиностроению: заводская сборка, закупка комплектующих, складские запасы, низкая маржа на каждую единицу. Если такая компания продаёт ещё и собственные программы для управления своим оборудованием, доля софта в выручке обычно невелика, и оценивать её как разработчика было бы ошибкой. О железе и его месте в секторе мы поговорим в шестнадцатой главе.

Похожая путаница возникает с компаниями, которые сами себя называют технологическими, потому что у них есть приложение. Сеть такси, служба доставки или онлайн-кинотеатр действительно держатся на программах, но их выручка приходит от поездок, заказов и подписок на контент, а главные расходы — водители, курьеры и права на фильмы. Когда такая компания говорит инвесторам о «технологической платформе», полезно спросить, что в её отчёте весит больше: затраты на программистов или затраты на людей и товары, которые программа лишь координирует. Ответ часто подсказывает, по каким правилам её оценивать.

Ещё одна категория — дочерние ИТ-компании крупных групп. Банк, оператор связи или промышленный холдинг может выделить своё технологическое подразделение в отдельное юридическое лицо и даже вывести его на биржу. У такой компании формально есть всё, что положено разработчику: программисты, продукты, лицензии. Однако значительная часть её выручки может приходить от материнской

группы, и тогда рост зависит не столько от рынка, сколько от решений родителя. Как читать такие истории, мы разберём в одиннадцатой главе, где пойдёт речь о выделении дочерних компаний, и в девятнадцатой, где речь пойдёт о зависимости от одного заказчика.

Чтобы почувствовать разницу между технологическим и промышленным бизнесом в цифрах, сравним две условные компании с одинаковой выручкой в 10 млрд рублей. Первая — завод по производству упаковки. Чтобы получить эту выручку, ему нужны цеха и линии стоимостью около 12 млрд рублей, каждый год он тратит на обновление оборудования примерно 1 млрд, а его операционная прибыль составляет 1,5 млрд, или 15% выручки. Вторая — разработчик программ для бухгалтерии. Его активы — арендованный офис и компьютеры, вложения в оборудование не превышают 200 млн рублей в год, а операционная прибыль составляет 3 млрд, или 30% выручки.

Посмотрите, что из этого следует для акционера. Заводу, чтобы удвоить выручку, придётся построить новый цех и вложить ещё миллиарды рублей, которые можно взять только из прибыли или в долг. Разработчику для удвоения выручки нужно нанять больше продавцов и программистов, а это расходы, которые идут через отчёт о прибылях, без огромных единовременных вложений. Отдача на вложенный капитал у второй компании выходит в разы выше, и именно за это свойство рынок платит технологическим компаниям

повышенные мультипликаторы. Как считать отдачу на капитал и почему она так важна, подробно объяснено в книге серии «Фундаментальный анализ».

Впрочем, у этой лёгкости есть обратная сторона, о которой стоит помнить с первой страницы. Если у завода дела идут плохо, у него остаются цеха и станки, которые можно продать или заложить, а значит, у акций есть хоть какое-то дно. Если у разработчика уходят клиенты и разбегаются сотрудники, у него не остаётся почти ничего, что можно продать. Технологическая компания может потерять большую часть стоимости гораздо быстрее промышленной, потому что её стоимость держится на ожиданиях, а ожидания меняются за один квартал.

Есть и психологический момент, который делает ИТ-сектор особенно эмоциональным. Новости о технологиях постоянно на слуху: искусственный интеллект, новые сервисы, громкие запуски продуктов. Акции металлургического комбината редко обсуждают за ужином, а о новом приложении или нейросети говорят все. Эта постоянная информационная волна подогревает интерес к технологическим бумагам и усиливает колебания их цен, ведь инвесторы реагируют не только на отчёты, но и на настроение вокруг отрасли.

Дарина почувствовала эту волну на себе, когда начала читать инвестиционные новости. За одну неделю она увидела три восторженных обзора разных ИТ-компаний и два мрачных прогноза для всего сектора. Каждый автор звучал уве-

ренно, и каждый приводил цифры, которые она не могла проверить. Именно в этот момент она и позвонила брату, рассчитывая, что профессиональный программист разложит всё по полочкам. Станислав же понял, что разбираться им предстоит вместе, и начинать придётся с азов.

У людей, работающих в отрасли, есть ещё одна особенность, о которой полезно сказать сразу. Они нередко узнают о делах конкурентов и партнёров раньше рынка: от бывших коллег, на конференциях, из разговоров на проектах у общего заказчика. Кажется, что это даёт преимущество, но здесь легко перейти черту. Если сотрудник публичной компании или её подрядчик знает о крупном контракте, сорванном релизе или будущей сделке до того, как компания сообщила об этом официально, такие сведения могут считаться инсайдерской информацией. Торговля на её основе запрещена законом и грозит серьёзной ответственностью, а правила на этот счёт стоит уточнять в актуальной редакции законодательства и во внутренних документах работодателя.

Станислав работает в непубличной компании, но среди его друзей есть программисты из компаний, чьи акции торгуются на бирже. Он давно заметил, что эти друзья либо вообще не покупают бумаги своего работодателя, либо делают это только в разрешённые окна и через программы мотивации, о которых мы поговорим в девятой главе. Сам он решил для себя простое правило: решения об инвестициях принимаются только на основе публичных данных, отчётности и

раскрытий компании. Это не только защищает от нарушения закона, но и дисциплинирует, потому что заставляет думать о бизнесе так же, как думают все остальные участники рынка.

Полезнее инсайда оказывается другое профессиональное преимущество — понимание того, как устроен продукт и почему клиенты его выбирают. Когда компания в отчёте пишет о «росте среднего чека за счёт допродаж модулей», программист и продавец софта сразу понимают, что за этим стоит и насколько это устойчиво. Когда компания объявляет о «запуске облачной версии», они представляют, сколько времени и денег это займёт. Такое знание помогает задавать правильные вопросы к публичной информации, но не заменяет её анализа.

У Дарины преимущество иного рода. Она каждый день разговаривает с владельцами маленьких магазинов и кафе, которые платят за облачную бухгалтерию, и слышит, как они реагируют на повышение тарифа, что им нравится в сервисе и что раздражает. Такой взгляд со стороны клиента бесценен для понимания подписочного бизнеса, о котором пойдёт речь в шестой главе. При этом она хорошо понимает, что разговоры с двадцатью клиентами не равны статистике по ста тысячам, и любое своё наблюдение придётся сверять с цифрами из отчётов компаний. Именно такое сочетание личного опыта и проверки по документам мы и будем отрабатывать от главы к главе, чтобы впечатления постепенно превраща-

лись в обоснованные инвестиционные решения.

Чтобы понять, какое место технологии занимают на российском рынке, полезно взглянуть на отраслевые индексы Мосбиржи. С марта 2021 года биржа рассчитывает индекс информационных технологий, который включает наиболее ликвидные акции компаний сектора и взвешивает их по капитализации бумаг в свободном обращении. По нему можно следить за сектором целиком, не разбирая каждую бумагу по отдельности. Состав индекса пересматривается регулярно, и за несколько лет он заметно расширился благодаря новым размещениям, о которых мы поговорим в одиннадцатой главе. Актуальный список компаний и их веса всегда можно посмотреть на сайте биржи в разделе индексов.

Если же посмотреть на широкий рынок, картина оказывается скромнее, чем подсказывают заголовки новостей. Российский фондовый рынок исторически держится на сырьевых компаниях и банках: нефть, газ, металлы, удобрения и финансы дают львиную долю капитализации и оборотов. Технологические компании, даже вместе с крупными интернет-группами, занимают в главном индексе лишь небольшую часть, обычно в пределах одной десятой, хотя точная цифра меняется год от года. В американском индексе широкого рынка на технологии и связанные с ними сервисы приходится около трети капитализации, а в российском это скорее отдельная улица, чем центр города.

Из этого следует простой практический вывод. Инвестор,

который покупает фонд на широкий российский индекс, получает в портфель совсем немного технологий, и если он хочет большей доли, ему придётся добирать сектор отдельно. При этом сам сектор неоднороден и невелик по числу компаний, так что ошибка с одной-двумя бумагами заметно влияет на результат. Подробно о том, сколько места отводить ИТ в портфеле и как распределить его между сегментами, мы поговорим в девятнадцатой главе.

Многие новички приходят в российские ИТ-акции с картинкой в голове, нарисованной американским рынком. Они читали о компаниях, которые за двадцать лет выросли из гаража в корпорации стоимостью в триллионы долларов, и надеются найти такую же историю у себя дома. Сравнение понятное, но обманчивое, и разница между двумя рынками определяет почти всё, что вы прочитаете в этой книге. Американский технологический гигант продаёт свои программы и сервисы по всему миру, от Бразилии до Японии, и его потенциальный рынок измеряется миллиардами пользователей.

Российская технологическая компания живёт в основном на внутреннем рынке. Даже успешный отечественный разработчик продаёт большую часть лицензий в своей стране, а экспорт пока даёт лишь небольшую долю выручки. Это ограничивает потолок роста: когда все крупные заказчики внутри страны уже купили продукт, расти дальше становится заметно труднее. Об экспорте в дружественные страны как о

возможном новом источнике роста мы поговорим в двадцатой главе.

Зато у российского сектора есть то, чего нет у американского: защищённый внутренний рынок. После ухода крупнейших западных поставщиков программного обеспечения и государственных требований к переходу на отечественные решения российские разработчики получили клиентов, которые раньше покупали чужие продукты. Конкуренция с мировыми лидерами, отточившими свои программы за десятилетия, во многом исчезла. Как устроен этот спрос и насколько долго он продлится, мы подробно разберём в третьей главе, а пока важно запомнить саму асимметрию: меньше рынок, но меньше и внешних соперников.

Есть и ещё одно отличие, о котором редко говорят вслух. Американские технологические компании выросли в среде дешёвых денег, когда ставки годами держались около нуля, и инвесторы охотно финансировали убыточный рост в расчёте на будущее. Российские ИТ-компании выходили на биржу при совсем другой стоимости денег: ставка в стране исторически выше, а значит, будущая прибыль дисконтируется сильнее. Компания, которая обещает заработать много через десять лет, в российских условиях стоит заметно дешевле, чем такая же компания в США.

Почему же, несмотря на все оговорки, инвесторы готовы платить за технологические компании дорого? Ответ кроется в том, что именно покупает инвестор, когда берёт ак-

цию. Он покупает не прошлую и даже не текущую прибыль, а долю во всех будущих деньгах бизнеса. У зрелой нефтяной компании будущие деньги примерно похожи на сегодняшние, если не считать колебаний цен на нефть, и рынок оценивает её в несколько годовых прибылей. У быстрорастущей технологической компании прибыль через пять лет может быть втрое больше нынешней, и за это ожидание рынок готов платить сегодня.

Возьмём условный пример, чтобы почувствовать масштаб. Допустим, компания сейчас зарабатывает 1 млрд рублей чистой прибыли в год и стоит на бирже 20 млрд, то есть двадцать годовых прибылей. Если её прибыль будет расти на 25% в год, через пять лет она составит около 3 млрд рублей, и при той же капитализации компания будет стоить меньше семи прибылей. Инвестор, который заплатил «дорого» сегодня, рассчитывает купить «дёшево» относительно прибыли будущего. Беда в том, что будущее не гарантировано, и если рост окажется вдвое медленнее, дорогая покупка так и останется дорогой.

Вся книга, по сути, посвящена тому, как отличить обоснованное ожидание роста от красивой мечты. Общие принципы стоимостного инвестирования и инвестирования в рост подробно разобраны в книге серии «Стоимостное инвестирование и инвестирование в рост», а здесь мы применим их к конкретной российской отрасли со всеми её особенностями. Нам предстоит разобраться, откуда у ИТ-компаний бе-

рётся выручка, почему она так неравномерно распределена по кварталам, сколько стоят льготы государства и как читать обещания, которые компании дают при выходе на биржу.

Прежде чем двигаться дальше, давайте посмотрим на типичного новичка, который приходит в этот сектор. Обычно это человек от двадцати пяти до сорока лет, часто сам работающий в ИТ или рядом с ним, привыкший к цифровым сервисам и доверяющий технологиям больше, чем «скучной» нефти. Он слышал, что все великие состояния последних десятилетий созданы на технологиях, и хочет найти «российский аналог гиганта с Насдака», купить его рано и подождать, пока бумага вырастет в десять раз. В каналах в мессенджере и на инвестиционных форумах он видит восторженные обзоры новых размещений и боится упустить свой шанс.

У этого желания есть понятные корни. Человек, который каждый день пользуется приложением такси, онлайн-кинотеатром и облачной бухгалтерией, легко представляет себе, что компании, стоящие за этими сервисами, будут расти вечно. Знакомость продукта создаёт иллюзию понимания бизнеса. Вы видите, что приложение удобное, и делаете вывод, что компания хорошая, хотя удобство интерфейса ничего не говорит о том, сколько компания тратит на привлечение клиентов и сколько зарабатывает на каждом из них.

Вторая ловушка такого новичка — профессиональная уверенность. Программист видит, что продукт конкурента

написан хуже, чем мог бы, и решает, что компания обречена, или, наоборот, восхищается архитектурой системы и считает, что её создатели непременно разбогатеют. На деле рынок программного обеспечения знает множество примеров, когда технически слабый продукт с сильными продажами побеждал изящный продукт без продаж. Код важен, но бизнес держится ещё и на дистрибуции, ценообразовании, отношениях с крупными клиентами и умении управлять деньгами.

Станислав узнал себя именно в этом портрете, когда начал разбирать свои ошибки. В 2023–2024 годах он вложил полтора миллиона рублей в четыре размещения технологических компаний. Шестьсот тысяч он отдал за тысячу акций разработчика инфраструктурных программ «Ладога Софт» по цене размещения 600 рублей. Ещё четыреста тысяч он вложил в компанию информационной безопасности «Кибердозор», триста тысяч — в облачного провайдера «Тайга Клауд» и двести тысяч — в сервис онлайн-обучения «Кругозор». Каждое решение казалось ему обоснованным, потому что он знал эти продукты по работе или слышал о них от коллег.

Сегодня эта позиция выглядит пёстро. Акции «Ладога Софт» стоят 380 рублей, и его тысяча бумаг оценивается в 380 тысяч рублей вместо вложенных шестисот. «Кибердозор» вырос примерно на 15%, и вложенные четыреста тысяч превратились в 460 тысяч. «Тайга Клауд» потеряла 60%, от трёхсот тысяч осталось сто двадцать, а «Кругозор» подеше-

вел на 70%, и вместо двухсот тысяч на счёте шестьдесят. В сумме 1,02 млн рублей против полутора миллионов вложенных, тот самый минус в 32%, который Станислав видит на планёрке.

Обратите внимание, что разброс результатов огромен даже внутри одного небольшого портфеля. Одна бумага принесла прибыль, три — убытки разной глубины, и это при том, что все четыре компании относятся к одному сектору и выходили на биржу в одну и ту же волну. В следующих главах мы разберём, почему так произошло, и увидим, что разница объясняется вовсе не удачей, а вполне измеримыми свойствами бизнеса: моделью выручки, долгом, качеством спроса и честностью обещаний.

У Дарины совсем другая ситуация, без груза прошлых покупок. Её четыреста тысяч рублей лежат на вкладе, и она ещё не купила ни одной акции. С одной стороны, ей повезло: она не попала в волну размещений на самом пике оптимизма. С другой стороны, она понимает, что ставки по вкладам не будут высокими вечно, и хочет разобраться в рынке до того, как начнёт вкладывать. Её главное преимущество — время и свобода от прошлых решений, а главный риск — повторить путь брата, купив то, что модно.

Чтобы не утонуть в абстракциях, мы будем разбирать сектор на примере сквозной вымышленной компании «Ладога Софт». Это петербургский разработчик инфраструктурного программного обеспечения, основанный в 2009 году: си-

стем управления базами данных, платформы виртуализации и средств резервного копирования. Компания вышла на биржу в октябре 2023 года, и её история вместит в себя почти все сюжеты отрасли: импортозамещение, льготы, сезонность выручки, программы мотивации, обещания при размещении и их судьбу. Все цифры «Ладога Софт» вымышлены, но построены так, чтобы отражать типичные пропорции российских софтверных компаний.

Кроме неё, в отдельных главах появятся другие вымышленные компании: «Кибердозор» в главе о кибербезопасности, «Тайга Клауд» в главе об облаках, интегратор «Меридиан Интеграция» и интернет-группа «Вече». Реальные российские технологические компании мы по названию не упоминаем и не даём их точных показателей, потому что цифры меняются каждый квартал, а книга должна научить методу, а не дать список покупок. Если в тексте встречается описание реального события, оно дано в общем виде, без оценок конкретных эмитентов.

Маршрут книги выстроен так, чтобы каждая следующая глава опиралась на предыдущую. Сначала мы посмотрим, как вырос российский ИТ-рынок, затем разберём два главных внешних фактора — импортозамещение и налоговые льготы. Потом спустимся внутрь компании: как она зарабатывает, что такое подписка и удержание, почему выручка приходит в конце года, сколько стоят люди и акции для сотрудников. Вооружившись этим, мы научимся оценивать

компанию роста, разберём волну размещений и судьбу обещаний, поговорим о цикле заказчиков и сделках слияния, а затем пройдём по отдельным районам сектора от кибербезопасности до интернет-платформ.

Главное, что стоит вынести из этой главы, — технологическая компания отличается от привычных отраслей рынка тем, что её ценность почти целиком лежит в людях, коде и будущем росте, а не в зданиях и оборудовании. Российский сектор невелик, живёт в основном на внутреннем рынке и сегодня защищён от западной конкуренции, но стоит дорого именно потому, что инвесторы ждут от него роста. Насколько оправданы эти ожидания, зависит от того, в каких условиях отрасль сформировалась и через какие повороты прошла. С этой истории мы и начнём во второй главе.

Глава 2. Путь от аутсорсинга до собственной биржи

Отец Станислава и Дарины в начале 1990-х годов работал инженером в новосибирском научном институте. Когда зарплату перестали платить вовремя, он вместе с тремя бывшими коллегами сел писать программы для небольшой американской фирмы, которая нашла их через знакомых знакомых. Заказы приходили по электронной почте, оплата шла переводом, а работали они в институтской лаборатории по вечерам, потому что только там были приличные компьютеры. Станислав до сих пор помнит, как в детстве засыпал под стрекот матричного принтера, печатавшего техническое задание на английском языке. Тогда никто в семье не называл это «ИТ-отраслью», это был просто способ выжить.

История российского технологического сектора начинается именно так, с тысяч подобных маленьких команд. В стране было много хорошо подготовленных математиков, физиков и инженеров, а научные институты и оборонные предприятия, где они работали, переживали тяжёлые времена. При этом труд программиста в России стоил в разы дешевле, чем в США или Западной Европе. Иностранным компаниям было выгодно заказывать разработку здесь, и так возникла первая экспортная ИТ-отрасль страны — заказная

разработка, или аутсорсинг.

Модель аутсорсинга устроена очень просто. Заказчик за рубежом описывает, какая программа ему нужна, а исполнитель пишет её и получает плату за потраченные часы или за готовый результат. Права на программу остаются у заказчика, и исполнитель не может продать её кому-то ещё. Поэтому аутсорсинговая компания растёт ровно настолько, насколько растёт число её программистов: больше людей — больше часов — больше выручки. У такого бизнеса нет главного свойства продуктовой компании, о котором мы говорили в первой главе, — возможности продавать одну и ту же программу тысячи раз.

Тем не менее аутсорсинг сыграл огромную роль в становлении отрасли. Он научил российских разработчиков работать по международным стандартам, соблюдать сроки, общаться с требовательными заказчиками и управлять крупными проектами. К концу 1990-х и в 2000-е годы несколько компаний, начинавших с заказной разработки, выросли в крупные организации с тысячами сотрудников и офисами в разных городах. Часть из них со временем создала собственные продукты, а часть так и осталась сервисными компаниями, продающими время своих специалистов.

Параллельно с аутсорсингом в 1990-е годы появились первые российские продуктовые компании. Одни делали программы для бухгалтерии и учёта, которые быстро распространились по тысячам предприятий, потому что учиты-

вали российское законодательство лучше любых иностранных аналогов. Другие создавали антивирусы, словари, системы распознавания текста. Эти компании выросли без внешнего капитала, на собственной выручке, и именно они заложили основу для будущего рынка корпоративного программного обеспечения.

Вторая волна пришла вместе с массовым интернетом в конце 1990-х и в 2000-е годы. Появились русскоязычные почтовые сервисы, поисковые системы, новостные порталы, социальные сети и площадки объявлений. Их создатели быстро поняли, что пользователь не готов платить за доступ к информации, и главным источником денег стала реклама. Логика была понятной: чем больше людей заходит на сайт и чем дольше они там остаются, тем больше рекламодатели готовы платить за показ своих объявлений.

Реклама в интернете оказалась удивительно выгодным бизнесом для тех, кто сумел собрать большую аудиторию. Поисковая система, например, показывает рекламу именно в тот момент, когда человек ищет товар или услугу, и рекламодатель платит только за переход на свой сайт. Такая точность была недоступна газетам и телевидению. Как именно устроена рекламная модель и почему у победителя на этом рынке оказываются огромные преимущества, мы подробно разберём в восемнадцатой главе.

Российский интернет в 2000-е годы рос стремительно, и вместе с ним росли местные интернет-компании. Они кон-

курировали с мировыми гигантами на своём поле и во многих нишах побеждали, потому что лучше понимали язык, привычки и потребности местной аудитории. К началу 2010-х годов у российских пользователей были свои поисковик, почта, социальные сети, сервисы такси и доставки, площадки объявлений. Для мирового рынка это была редкость: лишь в нескольких странах местные компании сумели удержать собственный интернет от поглощения американскими корпорациями.

Когда интернет-компании выросли, их основателям и первым инвесторам понадобились деньги на дальнейшее развитие, а также возможность продать часть своих долей. Естественный путь для этого — публичное размещение акций. Однако в 2000-е и 2010-е годы крупнейшие российские интернет-компании проводили размещения не в Москве, а за рубежом. В 2010 году один крупный интернет-холдинг разместил свои бумаги на Лондонской бирже, в 2011 году крупнейшая российская поисковая компания вышла на американскую биржу Nasdaq, а позже за ней последовали сервис поиска работы, крупный интернет-магазин и площадка объявлений о недвижимости.

Почему они шли за границу? Причин было несколько, и все они понятны инвестору. Во-первых, на американских и британских биржах торговали инвесторы, которые хорошо понимали технологические компании и были готовы платить за рост высокие мультипликаторы. Во-вторых, там было го-

раздо больше денег: один крупный американский фонд мог купить в размещении больше акций, чем весь российский рынок того времени. В-третьих, листинг за рубежом считался знаком качества и открывал доступ к международному капиталу для будущих сделок.

Технически такие размещения часто проводились через холдинговую компанию, зарегистрированную в Нидерландах, на Кипре или в другой иностранной юрисдикции. Российский бизнес принадлежал этому холдингу, а инвесторы покупали акции холдинга или депозитарные расписки — ценные бумаги, которые удостоверяют право на акции, хранящиеся у банка-депозитария. Для инвестора это было удобно: он покупал бумагу в долларах по привычным правилам американского или британского рынка. Для компании это было удобно тем, что её корпоративное управление строилось по понятным иностранным инвесторам законам.

У этой схемы была и обратная сторона, которая проявилась много позже. Российские частные инвесторы долгое время не могли напрямую покупать акции крупнейших национальных интернет-компаний на Мосбирже, а когда такая возможность появлялась, речь шла о бумагах иностранных холдингов. Вся структура держалась на свободном движении капитала между странами. Когда в 2022 году эти связи оборвались, иностранная регистрация превратилась из преимущества в серьёзную проблему, о чём мы поговорим чуть позже в этой главе.

Прежде чем дойти до биржи, технологические компании проходили долгий путь финансирования. Основатели начинали на собственные сбережения или деньги друзей, затем привлекали так называемых бизнес-ангелов — частных инвесторов, готовых вложить небольшие суммы в очень рискованный проект. Если продукт находил своих пользователей, приходили венчурные фонды, которые вкладывали уже десятки и сотни миллионов рублей в обмен на долю в компании. На каждом следующем этапе доля основателей уменьшалась, но стоимость компании, как правило, росла.

Венчурный рынок в России в 2000-е и 2010-е годы был заметно меньше американского, и большую его часть составляли иностранные фонды. Отечественные венчурные инвесторы тоже появлялись, в том числе с участием государства, которое создавало фонды поддержки технологических проектов. Тем не менее путь от стартапа до крупной компании для многих российских проектов заканчивался не размещением на бирже, а продажей стратегическому покупателю — крупной интернет-группе или иностранной корпорации. Биржа оставалась уделом немногих, самых крупных и успешных игроков.

Это важно понимать при оценке нынешних ИТ-компаний на российской бирже. Венчурный инвестор, который вложил деньги на раннем этапе, обычно рассчитывает выйти из проекта через пять-десять лет с многократной прибылью. Публичное размещение для него — способ продать долю, а не

помочь компании расти. Когда вы видите, что в размещении акции продают ранние инвесторы, это нормально, но стоит помнить, что их интересы и интересы нового покупателя акций не совпадают, о чём подробнее рассказывается в одиннадцатой главе.

В 2010-е годы государство впервые попробовало целенаправленно выращивать технологические компании. В 2010 году появился инновационный центр «Сколково» с особым режимом для участников проекта, затем по стране начали открываться технопарки и особые экономические зоны технико-внедренческого типа. Институты развития создавали венчурные фонды с государственным участием, выдавали гранты и помогали стартапам с первыми продажами. Тогда же ИТ-компании получили пониженные страховые взносы с зарплат сотрудников, чтобы российские программисты не уходили в «серые» схемы и не уезжали работать на иностранных заказчиков.

Результаты этих усилий оказались неоднородными. Часть проектов действительно выросла в заметные компании, а часть так и осталась на стадии презентаций, существуя за счёт грантов. Однако сама инфраструктура поддержки — льготные режимы, технопарки, гранты, привычка государства считать ИТ стратегической отраслью — сыграла важную роль позже. Когда в 2022 году понадобилось срочно поддержать отрасль, у государства уже были отработанные инструменты, которые оставалось лишь расширить. Как выгля-

дит этот набор льгот сегодня, мы подробно разберём в четвёртой главе.

Для инвестора эпоха 2010-х годов интересна ещё одним обстоятельством. Именно тогда сформировалось поколение российских продуктовых компаний, которые десять лет спокойно развивали свои решения, не имея доступа к большим деньгам и крупным государственным заказчикам. Когда в 2022 году рынок внезапно открылся, у них уже были готовые продукты, команды и первые клиенты. Компании, которые начали разработку только после ухода западных вендоров, оказались в гораздо более сложном положении, потому что им пришлось за год-два проходить путь, на который у других ушло десятилетие.

Эта разница в возрасте продуктов хорошо видна в отчётности. У компаний с долгой историей выручка распределена между сотнями клиентов из разных отраслей, а продукт прошёл через множество версий и исправлений. У новичков выручка часто сосредоточена у нескольких крупных заказчиков, которые выбрали их в спешке после ухода западных поставщиков, а продукт ещё сырой. Когда вы читаете проспект технологической компании, стоит обратить внимание на год, с которого она продаёт свой основной продукт, и на то, сколько лет у неё есть платящие клиенты. Эти две даты нередко говорят о зрелости бизнеса больше, чем самые яркие слайды о темпах роста.

Поворотным моментом для отрасли стал 2014 год. По-

сле введения первых западных санкций государство всерьёз задумалось о том, насколько экономика зависит от иностранных технологий. Компьютеры в министерствах, системы управления на электростанциях, программы учёта в госкорпорациях — почти всё это работало на продуктах американских и европейских компаний. Если бы поставщики однажды отказались обновлять свои программы или продлевать лицензии, многие критически важные системы оказались бы под угрозой. Так в официальной повестке появилось слово «импортозамещение», которое через несколько лет станет главным словом для всего ИТ-сектора.

Первым практическим шагом стал единый реестр российских программ для электронных вычислительных машин и баз данных, который начал работать с 1 января 2016 года. Идея проста: в реестр включают программы, права на которые принадлежат российским правообладателям и которые отвечают ряду требований. Государственные и муниципальные заказчики при закупках обязаны отдавать предпочтение программам из реестра, а если они всё-таки покупают иностранный продукт, им приходится объяснять, почему российский аналог не подошёл. Как работает реестр сегодня и почему за включение в него борются все разработчики, мы подробно разберём в третьей главе.

Поначалу эти меры работали медленно. У заказчиков были годами отлаженные системы на западных продуктах, обученные специалисты и привычка к знакомым интерфей-

сам. Российские аналоги во многих категориях только появлялись, а их качество нередко уступало мировым лидерам. Многие государственные организации находили способы продолжать закупать привычные продукты, обосновывая это техническими требованиями. Импортозамещение в 2016–2021 годах больше напоминало постепенную подготовку, чем настоящую замену.

Чтобы понять масштаб будущего перелома, стоит вспомнить, как выглядел рынок корпоративного программного обеспечения до 2022 года. Почти все крупные российские компании и государственные структуры работали на операционных системах и офисных пакетах американской корпорации Microsoft. Базы данных у банков, телеком-операторов и госкорпораций чаще всего строились на продуктах Oracle или других западных разработчиков. Системы управления предприятием крупных промышленных групп работали на решениях немецкой компании SAP, а серверное и сетевое оборудование поставляли американские и китайские производители.

Российские разработчики в этой картине занимали свои ниши. В бухгалтерии и учёте для среднего и малого бизнеса доминировали отечественные решения, потому что они лучше учитывали местные правила. В антивирусах и некоторых средствах защиты информации российские компании были сильны даже на мировом уровне. Свои позиции были у систем документооборота, программ для государственных за-

купок, отдельных отраслевых решений. Однако в самом дорогом и сложном сегменте — инфраструктурном программном обеспечении для крупных организаций — западные вендоры занимали подавляющую долю рынка.

Западные вендоры зарабатывали в России не только на продаже лицензий, но и на ежегодной технической поддержке, которая обычно стоила около пятой части первоначальной цены лицензии в год. Вокруг них выросла целая экосистема российских партнёров: интеграторы, которые внедряли продукты, дистрибьюторы, которые их продавали, и учебные центры, которые готовили специалистов. Для многих российских ИТ-компаний работа с западными продуктами была основным бизнесом. Этот факт объясняет, почему уход вендоров в 2022 году ударил не только по заказчикам, но и по значительной части самой отрасли.

Весной 2022 года большинство крупных западных технологических компаний объявили о приостановке продаж в России, а затем и о полном уходе. Они перестали продавать новые лицензии, продлевать подписки, во многих случаях — оказывать техническую поддержку и выпускать обновления для российских клиентов. Облачные сервисы иностранных провайдеров стали недоступны или работали с ограничениями. В один момент тысячи организаций оказались с программами, которые продолжали работать, но больше не обновлялись и не поддерживались производителем.

Этот момент можно сравнить с ситуацией, когда в много-

квартирном доме внезапно уходит управляющая компания, которая обслуживала лифты, отопление и электрику. Всё пока работает, но никто не знает, что будет при первой серьёзной поломке, а запчасти больше не продаются. Жильцы начинают срочно искать новую управляющую компанию, и у тех, кто готов взяться за работу, внезапно появляется очередь клиентов. Именно в такую очередь превратился спрос на российское программное обеспечение после 2022 года.

На рынке лицензий образовался вакуум, который отечественные разработчики бросились заполнять. Компании, которые годами продавали свои продукты небольшому числу клиентов, вдруг получили запросы от крупнейших банков, промышленных групп и государственных ведомств. Выручка многих российских разработчиков в 2022–2023 годах росла на десятки процентов в год, а у некоторых удваивалась. Именно на этой волне сформировалась та картина бурного роста, которая затем стала главным аргументом в презентациях к размещениям на бирже.

Одновременно перед отраслью встали серьёзные трудности. Многие российские ИТ-компании зависели от западных компонентов: использовали иностранные библиотеки и инструменты разработки, работали на иностранном оборудовании, продавали западные продукты. Интеграторам пришлось срочно перестраивать бизнес, потому что их основной товар исчез с рынка. Разработчикам пришлось решать, как продолжать работу без привычных инструментов и как обеспечить

клиентам ту же надёжность, что давали мировые лидеры.

Отдельная и очень важная для инвестора история связана с крупными интернет-компаниями, которые когда-то разместились за рубежом. После 2022 года их структура с иностранным холдингом оказалась крайне неудобной. Американские биржи приостановили торги бумагами многих российских компаний, а российские инвесторы, державшие эти бумаги через иностранную инфраструктуру, столкнулись с блокировками. Возникла ситуация, при которой бизнес работает в России, а его формальный владелец зарегистрирован в стране, которая не может свободно взаимодействовать с российской экономикой.

В 2022–2025 годах крупнейшие интернет-группы одна за другой провели так называемую редомициляцию — переезд в российскую юрисдикцию. Обычно для этого использовался механизм международных компаний, созданный в специальных административных районах на острове Русский в Приморье и на острове Октябрьский в Калининградской области. Иностранный холдинг либо переносил регистрацию в Россию, либо продавал российский бизнес новой российской структуре, а владельцам старых бумаг предлагали обменять их на акции новой компании. В отдельных случаях переезд сопровождался сменой контролирующих акционеров и сделками на сотни миллиардов рублей.

Для частного инвестора эти процессы были долгими и запутанными. Владельцы бумаг иностранных холдингов меся-

цами ждали, когда станет понятна процедура обмена, на каких условиях он произойдёт и что будет с их долей. Часть инвесторов, державших бумаги через иностранные депозитарии, не могла участвовать в обмене напрямую и вынуждена была искать обходные решения. В результате переезда крупные интернет-компании стали полноценными российскими эмитентами, их акции начали торговаться на Мосбирже в рублях, а их владельцы получили доступ к российскому корпоративному праву со всеми его особенностями. Что такая перестройка означает для структуры капитала платформ, мы разберём в восемнадцатой главе.

Ещё одна линия истории 2022 года — кадры. В первые месяцы после начала специальной военной операции часть специалистов уехала из страны. По оценкам профильного министерства, речь шла примерно о десяти процентах всех ИТ-специалистов, то есть приблизительно о ста тысячах человек, причём значительная часть уехавших продолжала работать на российские компании удалённо. Независимые оценки различались, и точную цифру назвать сложно, но для отрасли, и без того испытывавшей дефицит кадров, это был ощутимый удар.

Государство ответило на это пакетом мер поддержки, о которых мы подробно поговорим в четвёртой главе: налоговыми льготами для компаний, льготной ипотекой для сотрудников и другими стимулами. Часть уехавших специалистов со временем вернулась, а дефицит кадров компании за-

крывали ростом зарплат, обучением молодых сотрудников и переманиванием людей друг у друга. Для инвестора важно, что борьба за людей стала одним из главных факторов, влияющих на расходы ИТ-компаний. Как это отражается на их прибыли, мы разберём в восьмой главе.

Между 2016 и 2022 годами произошло ещё одно событие, которое сильно подготовило почву для будущего роста отрасли, хотя тогда его воспринимали совсем иначе. В 2017 году правительство утвердило программу «Цифровая экономика», а затем она превратилась в национальный проект с многомиллиардным финансированием. Государство вкладывало деньги в цифровизацию собственных услуг, в электронный документооборот между ведомствами, в связь и подготовку специалистов. Для разработчиков и интеграторов это означало появление крупного и устойчивого заказчика, который из года в год закладывал расходы на информационные технологии в свои бюджеты.

Параллельно шла цифровизация самой жизни граждан. Государственные услуги постепенно переезжали в интернет, налоговая служба внедряла онлайн-кассы, которые передавали данные о каждом чеке, банки переводили клиентов в мобильные приложения. Каждое такое изменение требовало программ, серверов, средств защиты и людей, которые всё это свяжут между собой. Российский рынок информационных технологий в эти годы рос быстрее экономики в целом, хотя и без того взрывного темпа, который появится позже.

Особую роль сыграл 2020 год. Пандемия заставила миллионы людей работать из дома, учиться удалённо и покупать продукты через интернет. За несколько месяцев компании внедрили системы видеосвязи, удалённого доступа и электронного документооборота, на которые в обычное время ушли бы годы обсуждений. Интернет-магазины, службы доставки и онлайн-кинотеатры получили приток пользователей, а сервисы онлайн-обучения — волну новых клиентов, которые раньше и не думали учиться через экран.

Для инвесторов того времени пандемия стала уроком, который пригодится и сегодня. Многие цифровые сервисы в 2020 году показали рост, который выглядел как начало новой эры, и рынок быстро заложил этот рост в цены акций на годы вперёд. Когда ограничения сняли, часть пользователей вернулась к прежним привычкам, рост замедлился, и котировки многих компаний, особенно в мире, упали на десятки процентов от пиковых значений. Разовый всплеск спроса, вызванный чрезвычайными обстоятельствами, инвесторы приняли за постоянный тренд.

Этот урок прямо относится к российскому ИТ-сектору после 2022 года. Уход западных вендоров тоже создал всплеск спроса, вызванный чрезвычайными обстоятельствами. Часть этого спроса действительно останется надолго, потому что заказчики не вернутся к старым поставщикам, но часть представляет собой разовую замену, которая однажды закончится. Отделить постоянную часть от разовой — одна

из главных задач инвестора в этом секторе, и инструменты для этого мы будем собирать в следующих главах.

Сервис онлайн-обучения «Кругозор», в который Станислав вложил двести тысяч рублей, — хорошая иллюстрация этой ловушки. Компания выросла именно на волне удалённого обучения, затем пережила замедление после пандемии, а затем снова показала рост на фоне спроса на переподготовку специалистов. В презентации к размещению акцент делался на последних двух годах роста, а провал после пандемии упоминался вскользь. Станислав тогда не стал изучать длинную историю выручки компании и купил её бумаги, ориентируясь на свежие цифры, о чём впоследствии пожалел.

Пока интернет-компании жили на зарубежных биржах, российские разработчики корпоративного софта долго оставались частными. Их основатели не видели особого смысла выходить на рынок: бизнес приносил деньги, внешнего капитала требовалось немного, а публичность означала обязательное раскрытие информации, внимание конкурентов и необходимость регулярно отчитываться перед множеством акционеров. Первые заметные шаги к Мосбирже технологические компании начали делать лишь в начале 2020-х годов. В конце 2021 года один из крупных российских разработчиков средств информационной безопасности вышел на биржу через прямой листинг, без продажи новых акций, и это стало сигналом для всей отрасли.

Настоящая волна пришла позже, в 2023–2025 годах, когда сошлись сразу несколько условий. Отечественные разработчики показывали бурный рост на фоне импортозамещения, частные инвесторы держали на брокерских счетах много свободных рублей и не могли вкладывать в иностранные бумаги, а основатели и ранние акционеры увидели возможность продать часть долей по хорошей цене. На биржу вышли разработчики операционных систем, баз данных, систем виртуализации, средств защиты, облачные провайдеры, а также дочерние технологические компании крупных групп. Подробный разбор этой волны и её итогов ждёт вас в одиннадцатой и двенадцатой главах.

Если оглянуться назад, видно, что российский ИТ-рынок за тридцать с небольшим лет прошёл через несколько совершенно разных сред. Сначала он рос как экспортёр дешёвого инженерного труда, работавший на иностранных заказчиков. Затем выросли собственные интернет-компании, жившие на рекламе и привлекавшие капитал за рубежом. Потом государство начало постепенно поддерживать отечественный софт, а после 2022 года рынок оказался в положении защищённой крепости, где спрос формируется во многом решениями государства.

Каждая из этих сред по-своему меняла правила игры. В эпоху аутсорсинга главным фактором была разница в стоимости труда между Россией и Западом, и как только она сокращалась, бизнес становился менее выгодным. В эпоху ин-

тернет-компаний главным фактором были размер аудитории и рекламный рынок, и победитель забирал почти всё. В эпоху импортозамещения главными факторами стали государственное регулирование, льготы и обязательные требования к заказчикам. Компания, отлично приспособленная к одной среде, могла с трудом выживать в следующей.

Для инвестора отсюда следует важный урок. Нынешние условия, в которых российские ИТ-компании растут на защищённом рынке с налоговыми льготами и обязательным спросом государственных заказчиков, не вечны. История отрасли показывает, что среда меняется примерно раз в десятилетие, а иногда и за несколько месяцев, как это случилось весной 2022 года. Покупая акцию технологической компании, вы покупаете долю в бизнесе, который должен будет выживать и в следующей среде, какой бы она ни оказалась.

Представьте садовника, который выращивает растения в теплице. Внутри тепло, нет ветра и заморозков, и даже нежные сорта растут быстро. Однако опытный садовник знает, что однажды растения придётся пересадить в открытый грунт, и заранее закаляет их, постепенно приоткрывая окна. Российский ИТ-сектор сегодня во многом растёт в теплице, созданной импортозамещением и льготами. Разумный инвестор должен спрашивать не только о том, как быстро растёт компания сейчас, но и о том, насколько она готова к открытому грунту.

Что может стать этим открытым грунтом? Возможно, по-

степенное снижение льгот, о риске которого мы поговорим в четвёртой главе. Возможно, завершение основной волны замены западного софта, когда крупные заказчики уже перейдут на российские решения и спрос стабилизируется, — этой теме посвящён конец третьей главы. Возможно, частичное возвращение иностранных конкурентов в каких-то сегментах, о чём мы порассуждаем в двадцатой главе. Каждый из этих сценариев по-разному затронет разные компании, и задача инвестора — понимать, какие из них сильнее зависят от тепличных условий.

Есть и ещё один урок истории, касающийся отношений российских ИТ-компаний с капиталом. Интернет-компании, которые размещались за рубежом, дали своим первым инвесторам огромную доходность, но затем их акционеры, особенно иностранные, понесли серьёзные потери в 2022 году. Многие владельцы бумаг, купленных на американских биржах, годами не могли ими распорядиться, а при переезде компаний в Россию часть стоимости была потеряна из-за дисконтов и сложных схем обмена. Юрисдикция и структура владения оказались не скучной юридической деталью, а фактором, который мог стоить инвестору значительной части вложений.

Станислав вспомнил об этом, когда разбирал свой портфель. До 2022 года у него были депозитарные расписки одной крупной интернет-компании, купленные через иностранную инфраструктуру брокера. После введения ограни-

чений эти бумаги оказались заблокированы, и он почти два года не мог ни продать их, ни получить по ним выплаты. Обмен на российские акции в итоге состоялся, но к тому моменту он уже потерял интерес к сектору и продал полученные бумаги не на лучших уровнях. Именно поэтому в 2023 году он с особым энтузиазмом встретил волну размещений российских компаний на Мосбирже: ему казалось, что теперь всё будет проще и прозрачнее.

Отчасти он был прав: российские ИТ-компании, торгующиеся на Мосбирже, свободны от рисков иностранной инфраструктуры. Однако у них есть собственные риски, связанные с концентрацией владения у основателей, малым количеством акций в свободном обращении и зависимостью от государственного спроса. Об этих особенностях мы будем говорить на протяжении всей книги. История не даёт готовых ответов, но учит задавать правильные вопросы о том, на чём держится бизнес и что произойдёт, если опора исчезнет.

Дарина, выслушав рассказ брата о заблокированных бумагах, задала очень точный вопрос: «Получается, наш технологический сектор на бирже вообще ещё очень молодой?» Действительно, большинство российских ИТ-компаний торгуются на Мосбирже лишь несколько лет, и у них нет длинной истории отчётности в публичном статусе. Инвесторы ещё не видели, как эти компании ведут себя в разных фазах экономического цикла, как они проходят через спад спроса, как меняется их маржа при замедлении роста. Это означает

больше неопределённости и больше возможностей для ошибок в оценке, причём как в сторону переоценки, так и в сторону недооценки.

Молодость рынка проявляется и в поведении самих компаний. Многие из них только учатся быть публичными: выстраивать отношения с инвесторами, регулярно раскрывать информацию, давать прогнозы и отвечать за их исполнение. Первые годы после размещения часто сопровождаются ошибками в коммуникации, неожиданными пересмотрами ориентиров и разочарованием акционеров. Опытный инвестор знает, что первые три-пять лет публичной жизни компании — это период, когда рынок формирует о ней мнение, и это мнение может сильно колебаться.

Подведём короткий итог этой главы. Российский ИТ-сектор вырос из заказной разработки для иностранных клиентов, пережил расцвет интернет-компаний, которые привлекали капитал на зарубежных биржах, а затем, после 2022 года, оказался в положении защищённого рынка с сильной поддержкой государства. Каждая эпоха меняла источники роста и риски, и нынешняя среда тоже не будет вечной. Главный внешний двигатель нынешнего роста — импортозамещение, обязательный переход на российские программы в государственных и крупнейших корпоративных структурах. Как этот двигатель работает, кто его главные потребители и сколько ещё он может давать спрос, мы разберём в третьей главе.

Глава 3. Импортозамещение как мотор спроса

Переговорная на двенадцатом этаже регионального офиса крупной энергетической компании выглядела так, будто в ней давно не делали ремонт: потёртый стол, проектор с жёлтым пятном на линзе, графин с водой. Станислава пригласили туда как эксперта со стороны подрядчика, чтобы обсудить перенос складской системы на новую платформу. Начальник отдела информационных технологий заказчика, усталый мужчина лет пятидесяти, начал совещание без предисловий и сразу перешёл к делу.

«У нас вся учётная система стоит на зарубежной базе данных, — сказал он. — Поддержки нет уже три года, а по требованиям мы должны с неё уйти. Денег выделили, сроки горят, и мне нужно понять, кто из российских поставщиков реально справится».

Станислав слушал и думал о том, что в этой фразе уместилась вся экономика импортозамещения. Заказчик не выбирает, переходить ли ему на российское программное обеспечение, — за него это решили правила. У него есть бюджет, выделенный именно на замену, и жёсткие сроки. Его главная забота — не цена и не модные функции, а надёжность: чтобы после перехода система работала не хуже прежней. Для

поставщика, который сумеет убедить такого заказчика, это означает крупный контракт и, скорее всего, многолетние отношения.

Импортозамещение в российском ИТ стало главным мотором спроса после 2022 года, но этот мотор устроен сложнее, чем кажется по заголовкам новостей. Его топливо — нормативные требования, которые обязывают определённые организации использовать отечественные программы. Если понимать, кого именно эти требования касаются, в какие сроки и насколько жёстко их соблюдают, можно гораздо точнее оценить перспективы конкретных компаний. Давайте разберём этот механизм по частям.

Ключевой документ появился 30 марта 2022 года, когда был подписан указ президента о мерах по обеспечению технологической независимости и безопасности критической информационной инфраструктуры. Указ запретил с 31 марта 2022 года заказчикам, работающим по законам о закупках, приобретать иностранное программное обеспечение для использования на значимых объектах критической информационной инфраструктуры без согласования с уполномоченным органом. С 1 января 2025 года указ запретил уже не только покупку, но и использование иностранных программ на таких объектах. Иными словами, к началу 2025 года крупнейшие организации страны должны были полностью уйти с западного софта в своих важнейших системах.

На практике этот срок оказался слишком амбициозным.

По данным отраслевых опросов, к 1 января 2025 года полностью выполнить требования успела лишь небольшая часть организаций, а фактический уровень замены на значимых объектах, по разным оценкам, был далёк от ста процентов. Заменить базу данных, на которой годами работала учётная система крупного предприятия, оказалось куда сложнее, чем установить новую версию офисного пакета. В 2025 году в закон о безопасности критической информационной инфраструктуры внесли изменения, которые позволили правительству устанавливать порядок и сроки перехода на российское программное обеспечение, а представители профильного министерства публично называли новые ориентиры, в том числе 2028 год, с возможностью дальнейших отсрочек.

Для инвестора сдвиг сроков имеет двоякий смысл. С одной стороны, спрос растягивается во времени: то, что должно было случиться за три года, происходит за шесть, и это снижает пиковые темпы роста выручки разработчиков. С другой стороны, растянутый спрос более устойчив, и компании не сталкиваются с резким обрывом заказов после единственного дедлайна. Когда вы читаете прогнозы российских ИТ-компаний, полезно смотреть, на какой срок перехода они рассчитывают и что будет с их выручкой, если сроки снова сдвинутся.

Теперь разберёмся, кто такие субъекты критической информационной инфраструктуры, ведь именно их закупки стали главным источником заказов. Закон о безопасности

критической информационной инфраструктуры, вступивший в силу в 2018 году, относит к ней информационные системы и сети организаций, работающих в важнейших сферах: здравоохранение, наука, транспорт, связь, энергетика, банковская сфера и финансовые рынки, топливно-энергетический комплекс, атомная энергия, оборонная, ракетно-космическая, горнодобывающая, металлургическая и химическая промышленность. Если организация работает в одной из этих сфер и владеет информационными системами, она является субъектом критической инфраструктуры.

Не каждая система такого субъекта считается значимым объектом. Организация обязана сама провести категорирование своих систем, то есть оценить, к каким последствиям приведёт их отказ или взлом, и присвоить им категорию значимости. Система, сбой которой может остановить энергоснабжение региона, движение поездов или расчёты в банке, получает высокую категорию. Именно на такие значимые объекты распространяются самые жёсткие требования, включая запрет иностранного программного обеспечения.

Посмотрите на этот перечень сфер глазами инвестора. В него входят почти все крупнейшие компании российской экономики: нефтяные и газовые гиганты, металлурги, химики, энергетики, железные дороги, авиакомпании, банки, операторы связи, крупные больницы. Это самые платёжеспособные заказчики страны с огромными ИТ-бюджетами. Пока они должны переходить на российские решения, у отече-

ственных разработчиков есть гарантированный и очень богатый рынок.

Помимо критической инфраструктуры, обязательные требования распространяются на государственные и муниципальные закупки. Для органов власти и бюджетных учреждений действуют правила, которые ограничивают допуск иностранных программ к закупкам при наличии российских аналогов в реестре. Госкомпании, работающие по отдельному закону о закупках, тоже обязаны отдавать предпочтение отечественному софту. Вместе это создаёт широкий круг заказчиков, у которых выбор между иностранным и российским продуктом фактически сделан за них.

Остальной рынок — частный бизнес вне критической инфраструктуры — формально свободен в выборе. Средняя торговая компания или частная клиника может продолжать использовать западные программы, если они у неё остались и работают. Однако и здесь переход идёт, только по другим причинам: иностранный софт перестал обновляться, его стало сложно купить и легально продлить, а уязвимости в старых версиях без обновлений становятся всё опаснее. Спрос частного бизнеса на импортозамещение менее срочный, но тоже растёт.

Теперь о главном инструменте, через который государство отделяет российские программы от иностранных. Это уже упомянутый во второй главе единый реестр российских программ для электронных вычислительных машин и

баз данных, который ведёт профильное министерство. Чтобы программа попала в реестр, правообладатель должен соответствовать ряду требований: исключительные права на программу должны принадлежать российской стороне, доля иностранного участия в компании-правообладателе ограничена, а выплаты иностранным лицам за лицензии и услуги не могут превышать установленной доли выручки. Кроме того, программа должна быть доступна для покупки на территории России и не управляться из-за рубежа.

Включение в реестр даёт разработчику сразу несколько преимуществ. Во-первых, его продукт получает право участвовать в государственных закупках на льготных условиях, а иностранные конкуренты из таких закупок фактически исключаются. Во-вторых, продажа прав на программы из реестра освобождается от налога на добавленную стоимость, о чём подробно рассказано в четвёртой главе. В-третьих, наличие продукта в реестре — обязательное условие для того, чтобы заказчик из критической инфраструктуры мог засчитать его как российский при отчёте о замене.

Неудивительно, что за включение в реестр борются все разработчики, а число программ в нём выросло до десятков тысяч позиций. Однако сам по себе реестр не гарантирует продаж. Он лишь допускает продукт к соревнованию, в котором победит тот, кто убедит заказчика в своей надёжности. Для инвестора наличие продуктов компании в реестре — необходимое, но далеко не достаточное условие. Гораздо

важнее, сколько реальных внедрений есть у этих продуктов и насколько крупные заказчики их используют.

Как же на практике идёт волна замены? Она напоминает переезд большой семьи в новую квартиру, где сначала переносят самое простое, а сложное откладывают до последнего. Первыми, ещё в 2022–2023 годах, заказчики меняли то, что легко заменить и где российские аналоги давно существовали: офисные пакеты, почтовые системы, антивирусы, средства видеосвязи, системы документооборота. Перенести тысячу сотрудников с одного текстового редактора на другой — неприятно, но вполне выполнимо за несколько месяцев.

Следующий этап затронул инфраструктуру: операционные системы для рабочих мест и серверов, системы виртуализации, средства резервного копирования. Здесь работа уже сложнее, потому что на старой инфраструктуре работают десятки других программ, и каждую нужно проверить на совместимость. Компании, подобные нашей «Ладога Софт», которая разрабатывает системы управления базами данных, платформу виртуализации и средства резервного копирования, получили основной приток заказов именно на этом этапе. Выручка «Ладога Софт» выросла с 6 млрд рублей в 2022 году до 9 млрд в 2023 году, то есть на 50%, и почти весь этот прирост пришёлся на крупных заказчиков из критической инфраструктуры.

Самый трудный этап — замена систем управления предприятием, больших баз данных с многолетней историей и

отраслевых программ, которые управляют производством. Крупная промышленная группа могла пятнадцать лет настраивать западную систему планирования ресурсов под свои процессы, связать её с сотнями других программ и обучить работе с ней тысячи сотрудников. Перенос такой системы на российскую платформу занимает годы и стоит сотни миллионов, а иногда и миллиарды рублей. Именно здесь и сосредоточена основная часть ещё не выполненной замены, и именно здесь сроки сдвигаются сильнее всего.

Почему для инвестора важно понимать, на каком этапе волны находится конкретная компания? Потому что разные этапы дают разную динамику выручки. Компании, работающие в сегментах первого этапа, уже прошли пик спроса: основные клиенты перешли, и рост замедлился. Компании инфраструктурного этапа находятся в середине пути и ещё видят существенный спрос. Компании, предлагающие решения для самого сложного этапа, только начинают получать крупные заказы, но им предстоит доказать, что их продукты справятся с задачами масштаба крупнейших предприятий страны.

Импортозамещение по своей природе похоже на ремонт после переезда в новую квартиру. Первые месяцы вы тратите огромные деньги: покупаете мебель, технику, оплачиваете работу мастеров, переклеиваете обои. Затем расходы резко падают, и остаются только коммунальные платежи и мелкий ремонт время от времени. Если бы кто-то оценивал ваши бу-

дущие траты по первым месяцам после переезда, он сильно бы их переоценил.

С ИТ-бюджетами заказчиков происходит то же самое. В период активной замены компания тратит на программы и их внедрение намного больше обычного: покупает новые лицензии, оплачивает перенос данных, переобучает сотрудников, одновременно поддерживает старую и новую системы. Когда переход завершён, расходы опускаются до уровня поддержки и постепенного развития. Для поставщика это означает, что пиковая выручка от крупного заказчика в год перехода может в несколько раз превышать ту, которую он будет получать от него в последующие годы.

Посчитаем всё это на условном примере. Допустим, крупная металлургическая компания покупает у «Ладога Софт» бессрочные лицензии на систему управления базами данных за 500 млн рублей и оплачивает их внедрение ещё на 100 млн. В последующие годы она платит только за техническую поддержку и обновления — около 20% стоимости лицензий в год, то есть 100 млн рублей. Получается, что в первый год заказчик принёс компании 600 млн рублей, а затем ежегодно приносит в шесть раз меньше. Если таких заказчиков у компании много и большинство из них переходят в одни и те же годы, её выручка сначала взлетает, а затем рискует упасть или надолго остановиться.

Именно поэтому опытные инвесторы с осторожностью относятся к темпам роста российских разработчиков в 2022–

2024 годах. Рост на 50% или даже на 100% в год впечатляет, но значительная его часть может оказаться разовым эффектом замены. Чтобы оценить устойчивость, нужно понять, какая доля выручки приходится на новые лицензии, которые продаются один раз, а какая — на повторяющиеся платежи за поддержку и подписку. Разница между этими видами доходов подробно разобрана в пятой главе, а здесь важно лишь запомнить, что устойчивая выручка ценится рынком гораздо выше разовой.

Защищённый рынок порождает ещё одно явление, о котором редко говорят в презентациях: тесноту внутри крепости. Когда государство обязало заказчиков переходить на российские решения, на рынок хлынули десятки компаний, каждая из которых хотела получить свою долю. В некоторых категориях, например в системах виртуализации или офисных пакетах, в реестре оказались десятки похожих продуктов. Многие из них были созданы на основе общедоступного открытого кода и отличались друг от друга лишь интерфейсом и набором доработок.

Для заказчика обилие предложений — благо: он может выбирать и торговаться о цене. Для поставщиков это означает острую конкуренцию, давление на цены и необходимость тратить много денег на продажи и пилотные проекты. Победителями в такой конкуренции обычно становятся несколько компаний с наиболее зрелыми продуктами, сильными командами внедрения и рекомендациями от крупных клиен-

тов. Остальные либо уходят в узкие ниши, либо становятся объектами поглощения, о чём мы поговорим в четырнадцатой главе.

Особая беда защищённого рынка — то, что в отрасли называют «пилотами без продолжения». Заказчик, обязанный перейти на российское программное обеспечение, часто запускает пилотные проекты сразу с несколькими поставщиками. Он устанавливает продукт на небольшой участок, проверяет его в работе, а затем решает, кого выбрать для полномасштабного внедрения. Для поставщика пилот означает затраты на специалистов, настройку и поддержку, но обычно почти не приносит выручки.

Проблема в том, что многие пилоты не переходят в масштабные закупки. Заказчик может решить, что ни один продукт его не устраивает, отложить решение из-за нехватки бюджета или выбрать конкурента. Иногда пилот служит лишь для отчёта о том, что импортозамещение «ведётся», а реальный переход откладывается до следующего сдвига сроков. Компании любят рассказывать инвесторам о количестве пилотных проектов как о свидетельстве будущего роста, но эта цифра сама по себе почти ничего не значит.

Гораздо полезнее спрашивать о конверсии пилотов, то есть о том, какая доля из них превратилась в контракты, и о среднем размере таких контрактов. Если компания провела сто пилотов, а продала полномасштабные лицензии лишь пяти заказчикам, это говорит о проблемах с продуктом или

с умением продавать. Если же из двадцати пилотов пятнадцать превратились в крупные контракты, перед вами компания с сильным продуктом. К сожалению, далеко не все эмитенты раскрывают такие данные, и их отсутствие уже само по себе является поводом задуматься.

Государство не ограничилось запретами и попробовало организовать замену сложных отраслевых систем совместно с самими заказчиками. В 2022 году были созданы индустриальные центры компетенций — объединения крупнейших компаний отдельных отраслей, от металлургии и нефтегаза до транспорта и финансов. Их задача — определить, какие иностранные программы в отрасли важнее всего заменить, и выбрать особо значимые проекты по созданию российских аналогов. Разработчики, получившие такой проект, могли рассчитывать на государственные гранты, покрывающие часть затрат, а заказчики брали на себя обязательство внедрить готовый продукт.

Для разработчика участие в таком проекте похоже на заказ с гарантированным покупателем. Крупный заказчик заранее описывает, какая программа ему нужна, вкладывает часть денег, предоставляет свои площадки для испытаний и обещает купить результат. Риск того, что продукт окажется никому не нужен, заметно снижается. С другой стороны, продукт, созданный под требования конкретных крупных клиентов, может оказаться слишком специфичным для остального рынка, и тогда компания получит несколько

крупных внедрений, но не массовые продажи.

Инвестору стоит внимательно читать, как компания рассказывает о своём участии в подобных проектах. Если разработчик получил грант на создание продукта, часть его расходов покрывают государственные деньги, и это улучшает текущую прибыль, но не говорит о рыночном спросе. Если проект завершён и продукт внедрён у нескольких заказчиков, которые за него платят, это уже свидетельство реальной ценности. Как гранты и субсидии отражаются в отчётности и почему их стоит отделять от выручки, мы разберём в четвёртой главе.

Есть ещё одна особенность российского импортозамещения, о которой инвестор должен знать, хотя в презентациях о ней говорят неохотно. Многие отечественные программы созданы не с нуля, а на основе открытого кода — программ, исходный код которых свободно доступен всем желающим и может использоваться и дорабатываться по открытым лицензиям. Российские системы управления базами данных часто основаны на популярной открытой базе данных, многие операционные системы — на открытом ядре и открытых компонентах, а платформы виртуализации — на открытых технологиях.

Само по себе использование открытого кода не делает продукт хуже. Крупнейшие мировые технологические компании активно строят свои решения на открытых компонентах, а качество хорошего открытого проекта, который разви-

вают тысячи программистов по всему миру, бывает выше, чем у закрытых коммерческих программ. Российский разработчик, взявший открытую основу, может сосредоточиться на том, что важно его клиентам: на доработках под отечественное оборудование, на средствах защиты, на поддержке и сопровождении. Именно так поступает и наша «Ладога Софт», чья система управления базами данных построена на открытом ядре с собственными доработками для работы с большими объёмами данных и требованиями регуляторов.

Однако у такой модели есть свои риски, и инвестору важно их видеть. Во-первых, если основа продукта доступна всем, барьер входа на рынок ниже: любая другая компания может взять тот же открытый код и создать конкурирующий продукт. Именно поэтому в некоторых категориях реестра так много похожих решений. Во-вторых, ценность продукта определяется не самим кодом, а тем, что компания добавила к нему: собственными функциями, качеством поддержки, сертификатами, опытом внедрений. Когда вы оцениваете разработчика, построившего продукт на открытом коде, главный вопрос звучит так: за что именно клиенты платят ему, а не его конкурентам, использующим ту же основу?

Третий риск связан с развитием самих открытых проектов. Основной вклад в развитие многих популярных открытых программ вносят иностранные компании и разработчики, и российские компании зависят от того, куда будет двигаться проект. Пока открытые лицензии позволяют свобод-

но использовать код, этот риск невелик, но инвестору полезно понимать, насколько глубоко продукт компании переработан и способна ли она развивать его самостоятельно, если внешний проект изменит направление или условия использования.

Внутри защищённого рынка сложилось ещё одно явление, которое сильно влияет на то, кто побеждает в конкуренции, — совместимость продуктов разных российских разработчиков. Заказчику мало купить отечественную операционную систему, отечественную базу данных и отечественную систему виртуализации по отдельности. Ему нужно, чтобы всё это работало вместе, на российском или китайском оборудовании, и чтобы поверх этого запускались его прикладные программы. Если база данных одного поставщика плохо работает на операционной системе другого, заказчик получает не замену, а головную боль.

Поэтому разработчики начали массово выдавать друг другу сертификаты совместимости и объединяться в технологические альянсы. Сертификат подтверждает, что продукты двух компаний протестированы вместе и работают без сбоев. Для заказчика это экономия времени и снижение риска, а для разработчика — входной билет в проекты, где выбирают сразу весь набор программ. Продукт, совместимый с самыми популярными российскими платформами, получает заметное преимущество перед формально более сильным, но изолированным конкурентом.

Отсюда возникает эффект, знакомый по рынкам с сетевым эффектом: популярные продукты становятся ещё популярнее. Если большинство заказчиков выбирает одну операционную систему, разработчики прикладных программ в первую очередь обеспечивают совместимость именно с ней, и это делает её ещё привлекательнее для следующих заказчиков. Для инвестора это означает, что в каждой категории российского софта со временем, скорее всего, останется два-три лидера, вокруг которых выстроится экосистема совместимых решений. Компании, оказавшиеся вне этих экосистем, рискуют остаться без крупных клиентов, даже если их продукт технически неплох.

Когда вы читаете раскрытия российской ИТ-компании, обращайте внимание на то, с какими платформами совместимы её продукты и входит ли она в крупные технологические альянсы. Если компания сама является центром такого альянса, её позиции на рынке значительно прочнее. Если же она постоянно догоняет, добиваясь совместимости с чужими решениями, ей приходится тратить силы на интеграцию вместо развития собственных преимуществ, а это сказывается и на скорости роста, и на марже. Со временем такая гонка за совместимостью превращается в постоянную статью расходов, которая почти не приносит компании новых клиентов, но без которой она быстро теряет старых. Инвестору стоит помнить об этой невидимой нагрузке, сравнивая маржу разных разработчиков одного сегмента.

Главный вопрос, который инвестор должен задать о любой российской ИТ-компании, звучит так: что будет с её продажами, если завтра отменят все требования об импортозамещении? Ответ разделяет компании на две большие группы. В первую входят те, чьи клиенты выбрали их только потому, что западный продукт стал недоступен или запрещён, и которые при первой возможности вернулись бы к старому поставщику или ушли к конкуренту. Во вторую — те, чьи продукты клиенты выбрали бы и в честной конкуренции, потому что они удобнее, дешевле или лучше решают задачи.

Как отличить одну группу от другой, не имея доступа к внутренней информации? Первый признак — доля частных заказчиков вне критической инфраструктуры. Частная компания, которая не обязана переходить на российский софт, но всё равно покупает продукт и продлевает подписку, голосует за его качество собственными деньгами. Если значительная часть выручки разработчика приходится на таких добровольных клиентов, его продукт, скорее всего, конкурентоспособен и без запретов.

Второй признак — история компании до 2022 года. Мы уже говорили во второй главе, что многие продуктовые компании годами развивали свои решения до ухода западных вендоров. Если у разработчика были платящие клиенты в 2018–2021 годах, когда у них был выбор между российским и западным продуктом, это сильный аргумент в пользу качества. Если же компания появилась или начала продавать

основной продукт только после 2022 года, её успех пока целиком держится на тепличных условиях.

Третий признак — поведение клиентов после первой покупки. Если заказчики, купившие продукт, затем расширяют его использование, покупают дополнительные модули и продлевают поддержку, значит, продукт их устраивает. Если же большинство клиентов ограничиваются минимальной покупкой для отчёта и не развивают сотрудничество, это тревожный знак. Метрики, которые позволяют отследить такое поведение, подробно разобраны в шестой главе, посвящённой подписке и удержанию клиентов.

Четвёртый признак, о котором стоит помнить, — экспорт. Если российский разработчик продаёт свои продукты в других странах, где у заказчиков нет обязанности покупать российское и есть доступ к мировым аналогам, это очень сильное свидетельство конкурентоспособности. Пока экспорт у большинства российских ИТ-компаний невелик, но даже небольшие продажи за рубежом многое говорят о продукте. Подробнее о перспективах экспорта мы поговорим в двадцатой главе.

Пятый признак касается ценовой политики компании. Компания с сильным продуктом может постепенно повышать цены, не теряя клиентов, а компания, держащаяся только на запретах, вынуждена конкурировать ценой с десятками похожих решений. Если вы видите, что средний чек на клиента у компании растёт, а отток остаётся низким, это хо-

роший знак. Если же компания сообщает о росте числа клиентов, но средний чек падает, вероятно, она покупает рост скидками.

Теперь о самом трудном вопросе: что будет со спросом, когда основная волна замены завершится? Рано или поздно крупные заказчики переведут на российские решения свои значимые объекты, государственные учреждения сменят офисные программы и операционные системы, а инфраструктурные платформы будут заменены. Произойдёт это не одномоментно, а растянется на несколько лет, но тенденция понятна. Отрасль перейдёт от фазы бурного роста к фазе зрелого рынка, где спрос определяется не запретами, а обычными потребностями бизнеса.

В зрелой фазе выручка российских разработчиков будет держаться на нескольких опорах. Первая — техническая поддержка и обновления уже проданных лицензий, которые заказчики будут оплачивать год за годом. Вторая — подписки, если компании сумеют перевести клиентов на регулярные платежи. Третья — естественный рост ИТ-бюджетов вслед за ростом экономики и цифровизацией. Четвёртая — новые продукты и направления, такие как искусственный интеллект, о котором пойдёт речь в двадцатой главе.

Для разных компаний переход в зрелую фазу пройдёт поразному. Те, кто успел перевести клиентов на подписку и накопил большую базу повторяющихся платежей, переживут его спокойно: их выручка продолжит расти, хотя и медлен-

нее. Те, кто зарабатывал в основном на разовых продажах лицензий, могут столкнуться с серьёзным спадом выручки. Именно поэтому в пятой и шестой главах мы так внимательно будем разбирать структуру выручки и качество подписки.

Вернёмся к нашей сквозной компании «Ладога Софт». В 2025 году её выручка составила 12,9 млрд рублей, и из этой суммы 5,8 млрд, или 45%, пришлось на продажу бессрочных лицензий. Это та часть, которая наиболее чувствительна к завершению волны импортозамещения. Ещё 3,2 млрд, или 25%, приходится на техническую поддержку и обновления, и эта часть будет расти вслед за базой проданных лицензий.

Подписка дала 2,6 млрд, а услуги внедрения — 1,3 млрд. Получается, что почти половина выручки компании зависит от продолжения активной замены, и если она замедлится сильнее ожиданий, рост выручки может остановиться.

Станислав, разбирая эти цифры, вспомнил то самое совещание у энергетиков. Заказчик тогда выбрал для перехода продукт одного из конкурентов «Ладога Софт», потому что тот предложил более низкую цену и более быстрые сроки внедрения. «Получается, — сказал он Дарине по телефону, — что даже внутри крепости идёт настоящая драка за каждого клиента». Дарина ответила, что в её облачной бухгалтерии всё точно так же: конкурентов десятки, и клиенты уходят из-за разницы в цене на несколько сотен рублей в месяц.

Есть и ещё одна тонкость, о которой стоит помнить. Импортозамещение затрагивает не только программы, но и обо-

рудование: серверы, системы хранения данных, сетевое оборудование. Многие российские программы изначально разрабатывались для работы на западных процессорах и серверах, и переход на отечественное или китайское оборудование требует их доработки. Это создаёт дополнительные расходы для разработчиков, но одновременно и новые возможности для тех, кто первым обеспечит совместимость своих продуктов с российским железом. О рынке оборудования мы поговорим в шестнадцатой главе.

Наконец, стоит понимать, что импортозамещение — политически поддерживаемый процесс, и его интенсивность может меняться вместе с приоритетами государства. В периоды бюджетного напряжения государственные заказчики могут откладывать дорогие проекты замены, даже если формальные сроки сохраняются. Когда экономика растёт, а бюджеты увеличиваются, замена ускоряется. Связь между состоянием бюджета, ключевой ставкой и спросом на ИТ подробно разобрана в тринадцатой главе.

Подведём краткие итоги третьей главы. Импортозамещение стало главным двигателем спроса на российские программы после 2022 года, и его топливо — обязательные требования к субъектам критической инфраструктуры и государственным заказчикам, а главный инструмент — реестр российского программного обеспечения. Волна замены идёт от простого к сложному, её сроки уже сдвигались и, вероятно, будут сдвигаться ещё, а спрос внутри защищённого рын-

ка распределяется между множеством конкурентов. Для инвестора главное — отличить компании с сильными продуктами от тех, кто держится только на запретах, и понимать, что будет с выручкой после завершения основной замены.

Впрочем, импортозамещение — не единственная форма поддержки отрасли. Государство не только создаёт спрос на российские программы, но и снижает налоговую нагрузку на компании, которые их производят. Налог на прибыль у аккредитованных ИТ-компаний в пять раз ниже общего, страховые взносы с зарплат значительно меньше, а продажа программ из реестра освобождена от налога на добавленную стоимость. Сколько эти льготы стоят в рублях, как они влияют на прибыль и что будет, если их сократят, мы разберём в четвёртой главе.

Глава 4. Налоговые льготы для ИТ-отрасли

Однажды в субботу Дарина приехала в Петербург на выходные к подруге Ксении, которая работает бухгалтером в «Ладога Софт». За ужином в маленьком грузинском ресторане на Петроградской стороне Дарина рассказала, что изучает отчётность технологических компаний, и пожаловалась на непонятную строчку. «Я посчитала налог на прибыль вашей компании, — сказала она, — и у меня получилось около пяти процентов. Это ошибка в отчёте или я что-то не так считаю?» Ксения рассмеялась и ответила, что ошибки нет: компания аккредитована как ИТ-организация и платит налог на прибыль по ставке 5%, а не 25%, как большинство российских предприятий.

Дальше разговор пошёл о вещах, которые Дарина раньше не связывала с инвестициями. Ксения рассказала, что страховые взносы с зарплат сотрудников у компании тоже ниже, чем у обычного бизнеса, а продажа лицензий на программы из реестра освобождена от налога на добавленную стоимость. «Если бы у нас отменили все льготы разом, — добавила она, — прибыль сократилась бы в несколько раз». Дарина вернулась в гостиницу с ощущением, что увидела важную, но почти невидимую в презентациях часть бизнеса.

Действительно, налоговые льготы — один из самых недооценённых факторов, определяющих прибыль российских ИТ-компаний.

В этой главе мы разберём, какие льготы есть у отрасли, сколько они стоят в рублях на примере «Ладога Софт» и почему прибыль, заработанная благодаря льготам, заслуживает особого отношения при оценке. Сразу оговоримся: налоговые правила для ИТ-отрасли менялись несколько раз за последние годы и могут измениться снова. Всё, что написано ниже, отражает нормы на момент написания книги, и перед любыми расчётами стоит сверяться с актуальной редакцией Налогового кодекса и разъяснениями профильного министерства.

Начнём с того, кто вообще может пользоваться льготами. Основа всей системы — государственная аккредитация ИТ-компаний, которую выдаёт профильное министерство. Получить её может российская организация, которая занимается разработкой и продажей собственных программ, оказывает услуги по их внедрению и сопровождению или работает в других видах деятельности в сфере информационных технологий, определённых правилами. Аккредитация — не формальность: компания должна подтвердить, что она действительно работает в отрасли, а не просто называет себя технологической ради налоговой экономии.

Ключевое требование для получения самых ценных льгот — доля доходов от профильной ИТ-деятельности. Чтобы

применять пониженную ставку налога на прибыль и пониженные страховые взносы, компания должна получать от такой деятельности не менее 70% всех доходов за год. Есть и другие условия: требования к численности сотрудников, к сайту компании, к наличию программ в реестре или к определённым видам деятельности. Правила аккредитации в последние годы ужесточались, чтобы отсеять компании, которые пытались получить льготы без реальной работы в отрасли.

Требование о 70% профильных доходов имеет важное следствие для инвестора. Если компания начинает зарабатывать много денег на непрофильных направлениях, например на перепродаже чужого оборудования или на процентах по депозитам, доля ИТ-доходов может опуститься ниже порога. Тогда компания потеряет право на льготы за весь год, и ей придётся доплатить налоги по общей ставке. Именно поэтому крупные ИТ-группы часто разделяют бизнес на несколько юридических лиц: одно занимается разработкой и пользуется льготами, а другое ведёт непрофильную деятельность.

Особенно чувствительны к этому порогу системные интеграторы, о которых пойдёт речь в семнадцатой главе. Значительная часть их выручки приходится на перепродажу оборудования и чужих лицензий, и для них поддержание доли профильных доходов выше порога — постоянная головная боль. Разработчики собственных программ, как правило, проходят этот порог с запасом, потому что почти вся

их выручка приходится на лицензии, подписку и поддержку собственных продуктов. Когда вы изучаете отчётность ИТ-компании, полезно поискать упоминания о том, какие юридические лица группы пользуются льготами, а какие нет.

Теперь о самой ценной льготе — пониженной ставке налога на прибыль. В 2022–2024 годах аккредитованные ИТ-компании, выполнявшие условия, платили налог на прибыль по нулевой ставке. Это была часть антикризисного пакета поддержки отрасли, принятого после ухода западных вендоров и оттока специалистов. С 2025 года ставка для таких компаний составляет 5%, и вся сумма поступает в федеральный бюджет, а региональная часть равна нулю. По имеющимся данным, эта ставка установлена на период до 2030 года включительно.

Для сравнения: общая ставка налога на прибыль в России с 2025 года составляет 25%. Получается, что аккредитованная ИТ-компания платит в пять раз меньше налога на прибыль, чем обычное предприятие с такой же прибылью до налогообложения. Если компания заработала до налогов 1 млрд рублей, обычный бизнес отдаст государству 250 млн и оставит себе 750 млн, а аккредитованный разработчик отдаст 50 млн и оставит 950 млн. Разница в 200 млн рублей на каждый миллиард прибыли до налогов — это та часть чистой прибыли, которую компания получает благодаря льготе.

Переход от нулевой ставки к пятипроцентной в 2025 году стал первым сигналом того, что льготы не вечны. Для боль-

шинства компаний он не был болезненным: 5% — всё ещё очень низкая ставка. Однако инвесторы, которые оценивали ИТ-компании по прибыли 2022–2024 годов, не всегда учитывали, что эта прибыль была получена при нулевом налоге. Когда налог появился, чистая прибыль при той же операционной прибыли снизилась примерно на 5%, и это стало одной из причин, по которым часть компаний не дотянула до своих прогнозов.

Вторая важная льгота касается страховых взносов с зарплат сотрудников. Для ИТ-компании эта льгота даже важнее налога на прибыль, ведь, как мы подробно разберём в восьмой главе, зарплаты — её главная статья расходов. Обычное российское предприятие платит страховые взносы по общему тарифу: около 30% от зарплаты сотрудника в пределах установленной годовой базы и 15,1% с суммы сверх неё. Аккредитованные ИТ-компании, выполняющие условия, долгое время платили взносы по пониженному тарифу.

С 2023 по 2025 год единый пониженный тариф для ИТ-компаний составлял 7,6%. С 2026 года он вырос до 15% в пределах предельной базы для начисления взносов, а с выплат сверх базы взимается 7,6%. Иными словами, льгота сохранилась, но стала менее щедрой: ИТ-компания по-прежнему платит взносы примерно вдвое ниже, чем обычный бизнес, но уже не вчетверо, как раньше. Изменение тарифа было частью более широкой налоговой реформы, и для компаний с большим фондом оплаты труда оно означало замет-

ный рост расходов в 2026 году.

Посмотрим, что это означает для «Ладога Софт». В 2025 году начисленные зарплаты сотрудников компании составили 5,3 млрд рублей. При тарифе 7,6%, действовавшем в 2025 году, страховые взносы обошлись компании примерно в 400 млн рублей. С 2026 года при тарифе 15% та же сумма зарплат потребует около 800 млн рублей взносов, то есть на 400 млн больше. Для компании с прибылью до налогообложения 1,7 млрд рублей это заметный удар: без роста выручки или экономии на других расходах прибыль до налогов в 2026 году сократилась бы почти на четверть.

Здесь для простоты мы применяем тариф ко всей сумме зарплат, хотя на практике часть выплат высокооплачиваемым сотрудникам превышает предельную базу и облагается по ставке 7,6%. Для компании, где много опытных программистов с высокими зарплатами, эффективный тариф окажется несколько ниже 15%. Однако порядок цифр сохраняется, и для инвестора важен именно он: повышение тарифа в 2026 году стоит «Ладога Софт» сотни миллионов рублей в год. Когда компания даёт прогноз прибыли на 2026 год, полезно проверить, учла ли она этот рост расходов.

Третья льгота — освобождение от налога на добавленную стоимость при передаче прав на программы, включённые в реестр российского программного обеспечения. Обычно компании, продающие товары и услуги, начисляют сверх цены НДС, который с 2026 года составляет 22%. Разработчик,

продающий лицензию на программу из реестра, такой налог не начисляет. Это правило распространяется именно на передачу прав на использование программ, а не на все услуги компании: внедрение, консультации и доработки обычно облагаются НДС на общих основаниях.

Кому на самом деле выгодна эта льгота? Ответ зависит от того, кто покупает программу. Если покупатель — коммерческая компания, которая сама платит НДС, она могла бы принять налог к вычету, и для неё освобождение не так важно. Если же покупатель — государственное учреждение, бюджетная организация или компания, не являющаяся плательщиком НДС, то для неё освобождение означает прямую экономию: лицензия обходится на 22% дешевле, чем обошлась бы при обычном налогообложении. Поскольку государство и бюджетные организации — крупнейшие заказчики российского софта, освобождение от НДС фактически делает отечественные программы дешевле для главных покупателей.

В последние годы сфера действия этой льготы сужалась. Освобождение перестало распространяться на программы, основная функция которых связана с распространением рекламы, размещением предложений о продаже товаров и услуг или поиском информации о потенциальных покупателях. Это решение затронуло прежде всего интернет-платформы, о которых пойдёт речь в восемнадцатой главе, но не классических разработчиков корпоративного софта. Тем не

менее сам факт сужения льготы показывает, что её границы могут пересматриваться.

Теперь соберём льготы по налогу на прибыль и страховым взносам вместе и посмотрим, сколько они стоят «Ладога Софт» по итогам 2025 года. Прибыль компании до налогообложения составила около 1,7 млрд рублей, и при этом взносы по тарифу 7,6% обошлись ей примерно в 400 млн. Если бы компания платила взносы по общему тарифу около 30%, ей пришлось бы отдать примерно 1,6 млрд рублей, то есть на 1,2 млрд больше, и прибыль до налогов снизилась бы до 0,5 млрд. Если бы при этом она платила налог на прибыль по общей ставке 25%, налог составил бы около 125 млн рублей, и чистая прибыль оказалась бы около 0,4 млрд вместо 1,6 млрд.

Получается, что без льгот по налогу на прибыль и страховым взносам чистая прибыль «Ладога Софт» была бы примерно вчетверо меньше фактической. Иными словами, около трёх четвертей того, что компания заработала для акционеров в 2025 году, — это не результат работы на рынке, а результат государственной поддержки. С 2026 года, когда тариф взносов вырос до 15%, разрыв немного сократился: льгота по взносам стоит компании уже около 0,8 млрд рублей в год, а не 1,2 млрд, но и сама прибыль при прочих равных стала ниже. Мы ещё не учли освобождение от НДС, отмена которого не изменила бы бухгалтерскую прибыль напрямую, но могла бы заставить компанию снизить цены для бюджет-

ных заказчиков, чтобы сохранить конкурентоспособность.

Цифры «Ладога Софт» вымышлены, но пропорции типичны для отрасли. У компаний с высокой маржой и умеренной долей зарплат в расходах льготы составляют меньшую часть прибыли. У компаний с невысокой маржой и большим штатом, например у сервисных разработчиков и интеграторов, льготы могут составлять почти всю прибыль, а без них бизнес оказался бы на грани безубыточности. Для инвестора это означает, что одинаковая чистая прибыль у двух ИТ-компаний может иметь очень разное качество в зависимости от того, какая её часть создана льготами.

Помимо льгот для самих компаний, государство поддерживает и сотрудников отрасли, а через них — опосредованно и компании. Самая известная мера — льготная ипотека для специалистов аккредитованных ИТ-компаний, которая позволяла молодым сотрудникам с зарплатой выше установленного порога купить жильё под процент, заметно ниже рыночного. Условия программы несколько раз менялись: пересматривались ставка, требования к возрасту, зарплате и населённому пункту, где покупается жильё. Её смысл в том, чтобы помочь компаниям удерживать специалистов и привлекать молодых людей в отрасль.

Кроме ипотеки, сотрудники аккредитованных компаний, отвечающие установленным требованиям, могли получать отсрочку от призыва на военную службу, а для отдельных категорий специалистов действовали программы поддержки

переезда и обучения. Все эти меры не отражаются напрямую в отчётности ИТ-компаний, но влияют на их способность нанимать и удерживать людей. Компания, сотрудники которой пользуются этими мерами, имеет преимущество перед неаккредитованным конкурентом, ведь ей легче привлекать специалистов без повышения зарплат.

Для инвестора эти меры важны в одном конкретном смысле: если их отменят или ограничат, компаниям придётся компенсировать сотрудникам потерю преимуществ ростом зарплат. Это создаст дополнительное давление на расходы, о котором мы подробно поговорим в восьмой главе, посвящённой зарплатам и цене таланта. Пока такие меры сохраняются, они работают как скрытая субсидия на фонд оплаты труда, снижающая потребность компаний в повышении зарплат.

Следующий источник денег, который не приходит от клиентов, — гранты и субсидии на разработку. Государство через специальные фонды поддержки информационных технологий и другие институты развития выдаёт гранты на создание отечественных программ, особенно в рамках особо значимых проектов, о которых мы говорили в третьей главе. Грант обычно покрывает часть расходов на разработку конкретного продукта, а компания обязуется вложить остальное и внедрить готовое решение у заказчиков. Размер грантов может составлять от десятков миллионов до нескольких миллиардов рублей.

В отчётности по международным стандартам государственные гранты обычно отражаются не как выручка, а либо как уменьшение соответствующих расходов, либо как доходы будущих периодов, которые постепенно признаются по мере осуществления затрат. Если грант уменьшает расходы на разработку, операционная прибыль компании оказывается выше, чем была бы без него. Если компания капитализирует расходы на разработку, о чём мы поговорим в восьмой главе, грант может уменьшать стоимость созданного актива и снижать будущую амортизацию. В любом случае прибыль, созданная грантом, не повторится, когда проект завершится.

Поэтому при анализе отчётности ИТ-компании полезно искать в примечаниях упоминания о государственных грантах и субсидиях и оценивать их размер относительно прибыли. Если в каком-то году компания получила крупный грант, её прибыль в этом году может выглядеть лучше, чем позволяет основной бизнес. Аналитики часто исключают гранты из расчёта «нормализованной» прибыли, чтобы понять, сколько компания зарабатывает на рыночной деятельности. Для частного инвестора достаточно просто знать о гранте и не экстраполировать прибыль этого года на будущее.

Теперь о главном риске, связанном с льготами: их могут отменить или сократить. История последних лет показывает, что такой риск вполне реален. Нулевая ставка налога на прибыль сменилась пятипроцентной, тариф страховых взносов вырос с 7,6% до 15%, сфера освобождения от НДС сузилась.

Каждое из этих изменений по отдельности было умеренным, но вместе они показывают направление: государство постепенно снижает щедрость поддержки по мере того, как отрасль становится крупнее и богаче.

Почему государство может сокращать льготы? Во-первых, бюджету нужны деньги, а ИТ-отрасль за последние годы выросла и стала заметным источником потенциальных налоговых поступлений. Во-вторых, льготы изначально вводились как антикризисная мера для отрасли в трудный момент, а когда кризис проходит, логика экстренной поддержки слабеет. В-третьих, представители других отраслей регулярно указывают на то, что ИТ-компании находятся в привилегированном положении, и требуют либо распространить льготы на себя, либо выровнять условия.

С другой стороны, у государства есть серьёзные причины сохранять поддержку. Технологическая независимость объявлена одним из главных приоритетов, а импортозамещение в сложных сегментах ещё далеко не завершено. Резкое повышение налогов могло бы замедлить разработку отечественных продуктов, спровоцировать новый отток специалистов и вернуть часть бизнеса в «серую» зону. В октябре 2026 года правительство публично подтвердило сохранение ключевых льгот для отрасли — ставки налога на прибыль 5% и пониженного тарифа страховых взносов, — однако подобные заявления не отменяют возможности пересмотра в будущем.

Как же учесть этот риск при оценке компании? Один из

разумных подходов — считать два варианта прибыли: при текущих льготах и при их частичной или полной отмене. Если компания выглядит привлекательно даже в варианте без льгот, риск их отмены для вас не критичен. Если же вся привлекательность держится на льготной прибыли, а без неё бумага оказывается переоценённой в два-три раза, вы фактически делаете ставку на то, что государство сохранит поддержку на долгие годы.

Вернёмся к нашей сквозной компании «Ладога Софт». При текущей цене акций 380 рублей капитализация компании составляет 38 млрд рублей, а чистая прибыль 2025 года — 1,6 млрд. Получается, что рынок оценивает компанию примерно в 24 годовые прибыли. Если бы льготы отменили и прибыль снизилась до 0,4 млрд рублей, при той же капитализации компания стоила бы уже около 95 годовых прибылей. Иными словами, нынешняя цена акций содержит в себе не только ожидание роста бизнеса, но и молчаливое предположение о том, что льготы сохранятся надолго.

Вероятность полной отмены всех льгот в ближайшие годы, по мнению большинства участников рынка, невелика. Скорее стоит ожидать постепенного сокращения: шаг за шагом, раз в несколько лет, как это происходило в 2025 и 2026 годах. Разумный инвестор может заложить в свои расчёты такое постепенное сокращение, например предположить, что к 2030 году ставка налога на прибыль для отрасли вырастет до 10–15%, а тариф взносов приблизится к общему.

Конкретные цифры в таком сценарии условны, но сам подход позволяет не переплачивать за прибыль, которая может со временем сократиться.

Отсюда вытекает важный принцип, который стоит запомнить: прибыль, созданная льготами, заслуживает меньшего мультипликатора, чем прибыль, созданная рынком. Объясним это на бытовом примере. Представьте, что вы покупаете квартиру, которую собираетесь сдавать. Одна квартира сдаётся по рыночной цене любому желающему, а вторая приносит такой же доход только потому, что городские власти временно доплачивают арендаторам этого района. Сегодня обе квартиры приносят одинаковые деньги, но разумный покупатель заплатит за вторую меньше, потому что субсидию могут отменить в любой момент.

С ИТ-компаниями то же самое. Если две компании зарабатывают по 1 млрд рублей чистой прибыли, но у первой 300 млн из этой суммы создано льготами, а у второй — 700 млн, разумный инвестор оценит первую дороже. Можно, например, применить полный мультипликатор к рыночной части прибыли и пониженный мультипликатор к льготной её части. При мультипликаторе 15 для рыночной прибыли и 7 для льготной первая компания будет стоить $700 \times 15 + 300 \times 7$, то есть 12,6 млрд рублей, а вторая — $300 \times 15 + 700 \times 7$, то есть 9,4 млрд. Конкретные мультипликаторы здесь условны, но разница в оценке показательна.

Обратите внимание, что такой подход не требует прогно-

зировать, когда и насколько сократятся льготы. Он просто признаёт, что льготная прибыль менее надёжна, и отражает это в цене, которую вы готовы заплатить. Это похоже на то, как банк, выдавая ипотеку, учитывает в доходе заёмщика основную зарплату полностью, а премии и подработки — лишь частично. Никто не утверждает, что премию точно не выплатят, но полагаться на неё в той же мере, что на оклад, было бы неосторожно.

Есть и ещё одно следствие льгот, о котором часто забывают. Компании, привыкшие к низким налогам, строят свою финансовую модель с учётом этих условий: планируют дивиденды, программы мотивации, сделки по покупке других компаний. Если условия меняются, приходится пересматривать сразу многое. Компания, которая обещала акционерам направлять на дивиденды половину чистой прибыли, может обнаружить, что после повышения налогов эта половина стала заметно меньше, а инвесторы разочарованы. О дивидендных обещаниях ИТ-компаний мы подробнее поговорим в двенадцатой главе.

Наконец, стоит помнить, что льготы влияют на сравнение российских ИТ-компаний с иностранными аналогами. Американская софтверная компания платит налог на прибыль по ставке около 21% на федеральном уровне плюс налоги штатов, а её сотрудники не пользуются специальными ипотечными программами. Если вы сравниваете мультипликаторы российской и американской компаний, не делая по-

правки на льготы, российская компания может казаться дешевле, чем она есть на самом деле. О сравнении с иностранными аналогами подробнее рассказано в десятой главе.

Полезно взглянуть на льготы и с другой стороны — через время. Пониженная ставка налога на прибыль, по имеющимся данным, установлена до 2030 года включительно, а что будет после, закон пока не говорит. Инвестор, покупающий акцию, покупает долю во всех будущих прибылях компании, в том числе в тех, которые она получит в 2031, 2035 и 2040 годах. Для этих лет никто не может сказать, будут ли у отрасли льготы, и разумно не считать их гарантированными.

Попробуем оценить, сколько стоит гарантированная часть льготы для «Ладога Софт». Экономия на налоге на прибыль по итогам 2025 года составила около 340 млн рублей. Если прибыль компании будет расти, экономия тоже вырастет, но для простоты возьмём её постоянной: за пять лет с 2026 по 2030 год она даст около 1,7 млрд рублей. Даже без дисконтирования это примерно 17 рублей на акцию при нынешней цене 380 рублей, то есть меньше пяти процентов стоимости бумаги. Если добавить льготу по взносам, оставшуюся после повышения тарифа, и посчитать её за те же пять лет, получится ещё около 4 млрд рублей, или примерно 40 рублей на акцию.

Казалось бы, суммы скромные по сравнению с ценой акции. Однако рынок, когда оценивает компанию в 24 годовые прибыли, неявно предполагает, что нынешний уровень при-

были сохранится и будет расти многие годы, а значит, и льготы продлятся гораздо дольше 2030 года. Если же после 2030 года льготы исчезнут, вся последующая прибыль окажется значительно ниже, и справедливая цена акции сегодня тоже будет ниже. Именно поэтому риск отмены льгот влияет на стоимость компании гораздо сильнее, чем сумма экономии за несколько ближайших лет.

Это различие легко понять на примере аренды. Если вы сдаёте квартиру с субсидией, гарантированной на пять лет, то стоимость самой субсидии для вас равна пяти годам доплат. Однако если вы оцениваете квартиру, исходя из нынешнего дохода с субсидией, как будто он вечен, вы переплачиваете гораздо больше, чем сумма этих пяти лет. Ошибка не в том, что вы учли субсидию, а в том, что вы продлили её в бесконечность.

Отсюда практический вывод для частного инвестора. Когда вы оцениваете российскую ИТ-компанию по прибыли или денежному потоку, разумно прогнозировать льготные условия до конца срока, который определён законом, а для следующих лет закладывать более высокую налоговую нагрузку. Методика такого прогноза по годам и дисконтирования будущих денег подробно описана в книге серии «Фундаментальный анализ». Здесь важно лишь не забыть о самом переходе: в финансовой модели после 2030 года ИТ-компания может выглядеть уже не как льготник, а как обычный налогоплательщик.

Конечно, нельзя исключать и обратного сценария, при котором льготы продлят ещё на много лет, ведь технологическая независимость остаётся долгосрочным приоритетом. Однако в таком случае осторожная оценка просто оставит вам запас прочности, а вот слишком оптимистичная при неблагоприятном повороте может обойтись очень дорого. Асимметрия последствий здесь явно на стороне осторожности, и это стоит помнить при каждом расчёте стоимости российской ИТ-компании, какой бы надёжной ни казалась нынешняя поддержка.

Как найти информацию о льготах в отчётности конкретной компании? Начать стоит с примечания о налоге на прибыль в отчётности по международным стандартам. Там обычно приводится сверка между налогом, рассчитанным по общей ставке, и фактическим налогом. Если компания пользуется пониженной ставкой, в этой сверке будет строка с эффектом льготы, иногда даже с прямым указанием суммы, которую компания сэкономила. Эта цифра позволяет быстро понять, какая часть чистой прибыли создана льготной ставкой.

Со страховыми взносами сложнее, потому что компании редко раскрывают их отдельно. Обычно в отчёте указываются общие расходы на персонал, включающие зарплаты и взносы. Чтобы оценить эффект льготы, можно взять общую сумму расходов на персонал, приблизительно выделить из неё взносы по пониженному тарифу и пересчитать их по об-

щему тарифу. Точность такого расчёта невысока, но для понимания масштаба её вполне достаточно. Некоторые компании сами указывают в презентациях для инвесторов, какой эффект на прибыль окажет изменение тарифа, и это ценная информация.

Полезно также читать раздел о рисках в годовом отчёте или в проспекте эмиссии. Добросовестные компании прямо пишут, что их результаты зависят от сохранения статуса аккредитованной ИТ-организации и действующих льгот, и иногда приводят оценку последствий их отмены. Если компания вообще не упоминает этот риск, это не значит, что его нет. Скорее это значит, что менеджмент не считает нужным обращать на него внимание инвесторов, что само по себе говорит о стиле общения компании с акционерами.

Дарина попробовала проделать такой анализ сама, взяв отчётность «Ладога Софт» за 2025 год. В примечании о налоге на прибыль она нашла сверку, из которой следовало, что при общей ставке 25% налог составил бы около 425 млн рублей, а фактический налог по ставке 5% — около 85 млн. Эффект льготы по налогу на прибыль — примерно 340 млн рублей, или около пятой части чистой прибыли. Затем она оценила эффект пониженных взносов, исходя из расходов на персонал, и получила, что он даже больше налоговой экономии. Её вывод, к которому она пришла за один вечер с калькулятором, совпал с тем, что сказала Ксения в ресторане: без льгот прибыль компании сократилась бы в несколько раз.

Станислав, выслушав расчёты сестры, задумался о другом. «Получается, — сказал он, — когда я покупал “Ладога Софт” на размещении, я платил не только за рост, но и за то, что государство будет поддерживать отрасль ещё много лет». Дарина согласилась и добавила, что, если льготы будут сохранены, ничего страшного в этом нет. Просто инвестор должен понимать, за что именно он платит, и не путать результат работы менеджмента с результатом решений государства.

Подведём краткие итоги четвёртой главы. Российские аккредитованные ИТ-компании пользуются тремя основными налоговыми льготами: пониженной ставкой налога на прибыль, которая составляла ноль в 2022–2024 годах и 5% с 2025 года, пониженным тарифом страховых взносов, выросшим с 7,6% до 15% в 2026 году, и освобождением от НДС при продаже прав на программы из реестра. Для получения первых двух льгот компания должна иметь аккредитацию и получать не менее 70% доходов от профильной деятельности. Помимо налоговых льгот, отрасль получает гранты на разработку, а её сотрудники — льготную ипотеку и другие меры поддержки.

Для типичной софтверной компании льготы могут создавать большую часть чистой прибыли, и это делает её чувствительной к любым изменениям налоговой политики. Направление последних лет — постепенное сокращение поддержки, хотя ключевые льготы сохраняются. Разумный ин-

вестор учитывает этот риск, рассчитывая прибыль с льготами и без них и применяя к льготной части прибыли пониженный мультипликатор. Все упомянутые нормы действуют на момент написания книги и могут измениться, поэтому перед расчётами стоит сверяться с актуальной редакцией законодательства.

Мы разобрали два главных внешних фактора, определяющих жизнь российских ИТ-компаний: спрос, созданный импортозамещением, и налоговые условия, созданные государством. Теперь пора заглянуть внутрь бизнеса и понять, как именно софтверная компания зарабатывает деньги. Что такое лицензия, чем она отличается от подписки, почему техническая поддержка приносит деньги год за годом и почему маржа копии программы стремится к нулю — всё это мы разберём в пятой главе.

Глава 5. Как зарабатывает софтверная компания

В воскресенье вечером Дарина устроилась на диване с ноутбуком и впервые открыла полный годовой отчёт «Ладога Софт» по международным стандартам. До этого она читала только презентации для инвесторов, яркие и понятные, с большими цифрами роста и стрелками вверх. Отчёт выглядел совсем иначе: десятки страниц таблиц и примечаний, написанных сухим языком. Уже на странице с расшифровкой выручки она остановилась в недоумении. «Лицензии», «подписка», «техническая поддержка и обновления», «услуги по внедрению» — четыре строки, и про каждую она могла сказать только, что слышала это слово на работе.

Дарина позвонила брату, и Станислав, к её удивлению, тоже не смог сразу объяснить разницу. «Лицензия — это когда покупают программу, — сказал он неуверенно, — а подписка — когда платят каждый месяц. Поддержка — это когда мы чиним баги». Он работал с этими понятиями каждый день, но никогда не задумывался о том, как они превращаются в деньги компании и почему инвесторы оценивают их по-разному. Разговор затянулся на час, и к концу его они оба поняли, что структура выручки софтверной компании — ключ к пониманию её будущего.

В этой главе мы разберём, из чего складывается выручка разработчика программного обеспечения, почему разные её виды имеют разное качество и что из этого следует для инвестора. Начнём с самой традиционной модели — продажи бессрочной лицензии. Когда компания покупает бессрочную лицензию, она получает право использовать определённую версию программы без ограничения срока. Платит она один раз, обычно крупную сумму, и после этого программа принадлежит ей в том смысле, что никто не может запретить ею пользоваться.

Бессрочную лицензию удобно сравнить с покупкой квартиры. Вы один раз платите большую сумму, получаете ключи и можете жить в квартире сколько угодно. Продавцу ваша покупка приносит деньги один раз: после сделки он больше ничего от вас не получает, если только вы не обратитесь к нему за ремонтом или не купите у него ещё одну квартиру. Для застройщика такая модель означает, что каждый год ему нужно находить новых покупателей, иначе выручка упадёт.

Точно так же разработчик, живущий на продаже бессрочных лицензий, каждый год должен находить новых клиентов или продавать дополнительные лицензии существующим. Если продажи новых лицензий замедляются, выручка падает, даже если у компании тысячи довольных пользователей. Именно эта особенность делает модель бессрочных лицензий уязвимой к завершению волны импортозамещения, о которой мы говорили в третьей главе. Когда крупные заказчи-

ки уже купили всё необходимое, новых продаж становится меньше.

У бессрочной лицензии есть и важные преимущества. Во-первых, компания получает крупную сумму сразу, и эти деньги можно направить на разработку, найм или дивиденды. Во-вторых, крупные российские заказчики, особенно государственные, привыкли к такой модели: им удобнее один раз провести закупку и поставить программу на баланс, чем каждый год согласовывать новые платежи. В-третьих, в период бурного спроса продажа лицензий позволяет показывать впечатляющие темпы роста выручки, ведь каждая новая крупная сделка сразу целиком попадает в отчёт.

В «Ладога Софт» бессрочные лицензии остаются главным источником выручки. В 2025 году их продажа принесла 5,8 млрд рублей из 12,9 млрд, то есть 45%. Это типично для российских разработчиков инфраструктурного программного обеспечения, которые продают свои продукты крупным государственным и корпоративным заказчикам. Однако именно эта часть выручки наиболее непредсказуема: она зависит от того, сколько крупных контрактов компания заключит в конкретном году, и может колебаться на десятки процентов.

Вторая модель — подписка, или аренда программного обеспечения. Клиент не покупает программу навсегда, а платит за право пользоваться ею в течение определённого срока: месяца, квартала или года. Если он перестаёт платить, доступ к программе прекращается. Продолжая аналогию с

жильём, подписка — это аренда квартиры: вы платите каждый месяц и живёте, пока платите.

Для арендодателя аренда выгодна регулярностью. Один раз найдя хорошего арендатора, он получает доход месяц за месяцем, год за годом, без необходимости каждый раз искать нового клиента. Даже если в каком-то году он не найдёт ни одного нового арендатора, доход от существующих сохранится. Точно так же подписочная модель даёт софтверной компании предсказуемую выручку, которая повторяется из года в год и растёт по мере накопления клиентов.

Подписочная модель особенно распространена в облачных сервисах, где программа работает на серверах поставщика, а клиент получает к ней доступ через интернет. Облачная бухгалтерия, в которой работает Дарина, — классический пример: её клиенты, владельцы небольших магазинов и кафе, платят ежемесячно за доступ к сервису. Если клиент перестаёт платить, его доступ блокируется. Для такой компании главная задача — привлечь клиентов и удерживать их как можно дольше.

В корпоративном сегменте подписка тоже набирает популярность, хотя и медленнее. Крупный заказчик может оформить подписку на программу, установленную на его собственных серверах, и платить ежегодно за право ею пользоваться. Такая модель называется срочной лицензией: формально клиент получает ту же программу, что и при бессрочной лицензии, но право пользования ограничено сро-

ком подписки. Многие российские разработчики сейчас пытаются перевести клиентов именно на такую модель, о чём мы поговорим в конце этой главы.

У «Ладога Софт» подписка в 2025 году принесла 2,6 млрд рублей, или 20% выручки. Это заметно меньше, чем у бессрочных лицензий, но эта часть растёт быстрее остальных и, главное, повторяется из года в год. Почему инвесторы так ценят повторяющуюся выручку и как измерять её качество, мы подробно разберём в шестой главе. Здесь же важно понять базовую разницу: лицензия — это разовая продажа, подписка — регулярный доход.

Третий источник выручки — техническая поддержка и обновления. Когда клиент покупает бессрочную лицензию, он получает определённую версию программы. Однако программы постоянно совершенствуются: исправляются ошибки, закрываются уязвимости, добавляются новые функции, обеспечивается совместимость с новым оборудованием. Чтобы получать эти улучшения и иметь возможность обратиться к разработчику за помощью при сбое, клиент оплачивает ежегодную техническую поддержку.

Если вернуться к аналогии с квартирой, техническая поддержка похожа на договор с управляющей компанией. Вы купили квартиру, она ваша, но вам нужно, чтобы кто-то обслуживал лифты, ремонтировал крышу и следил за трубами. Без управляющей компании жить можно, но со временем дом начнёт разрушаться. Точно так же можно пользо-

ваться программой без поддержки, но со временем она устареет, станет уязвимой для атак и перестанет работать с новым оборудованием.

Обычно стоимость ежегодной поддержки составляет определённый процент от стоимости лицензии. Для корпоративного программного обеспечения он, как правило, колеблется в пределах 15–25% в год. Это означает, что за пять лет поддержки клиент заплатит сумму, сопоставимую со стоимостью самой лицензии, а за десять лет — вдвое больше. Для разработчика поддержка становится вторым слоем выручки, который нарастает по мере продажи новых лицензий.

Посмотрите, как это работает во времени. Допустим, компания каждый год продаёт новых лицензий на 1 млрд рублей, а поддержка стоит 20% от цены лицензии в год, и все клиенты её продлевают. В первый год выручка от поддержки составит 200 млн, во второй — 400 млн, в третий — 600 млн, и так далее. Через пять лет поддержка будет приносить 1 млрд рублей в год, столько же, сколько новые продажи, а через десять лет — вдвое больше. Даже если продажи новых лицензий остановятся, у компании останется крупный поток повторяющейся выручки от поддержки.

У «Ладога Софт» техническая поддержка и обновления в 2025 году принесли 3,2 млрд рублей, или 25% выручки. Эта часть растёт вместе с базой проданных лицензий, и её рост в ближайшие годы во многом предопределён продажами 2022–2025 годов. Если клиенты, купившие лицензии в

период бурного импортозамещения, продолжат продлевать поддержку, эта статья будет расти, даже если продажи новых лицензий замедлятся. Для инвестора это важная подушка безопасности, и её размер стоит отслеживать отдельно от разовых продаж.

Однако с поддержкой связан и важный риск. Клиент не обязан её продлевать. Если он доволен текущей версией программы и не нуждается в обновлениях, он может отказаться от поддержки и сэкономить деньги. Особенно часто так поступают клиенты в периоды бюджетного напряжения, о которых мы подробно поговорим в тринадцатой главе. Поэтому важный показатель для разработчика — доля клиентов, продлевающих поддержку, и её изменение со временем.

Теперь поговорим о том, где работает программа. Традиционно корпоративное программное обеспечение устанавливалось на серверах самого заказчика, в его собственном серверном помещении или дата-центре. Такую модель называют локальной установкой, или «коробочным» решением, хотя никаких коробок давно нет. Заказчик сам отвечает за серверы, за установку обновлений, за резервное копирование и безопасность данных.

Альтернатива — облачный сервис, при котором программа работает на серверах поставщика, а заказчик получает к ней доступ через интернет. В этом случае поставщик отвечает за всё: за серверы, обновления, безопасность и доступность. Заказчику не нужно содержать собственную инфра-

структуру и специалистов для её обслуживания. Облачные сервисы почти всегда продаются по подписке, ведь поставщик несёт постоянные расходы на серверы и хочет получать регулярную плату.

У каждой модели свои сторонники среди российских заказчиков. Крупные государственные организации и компании из критической инфраструктуры, о которых мы говорили в третьей главе, обычно предпочитают локальную установку. Их данные слишком ценны или чувствительны, чтобы доверять их внешнему поставщику, а требования регуляторов часто прямо предписывают хранить определённые данные в собственных системах. Малый и средний бизнес, напротив, охотно выбирает облачные сервисы: ему не нужны собственные серверы и айтишники, и подписка обходится дешевле.

Для инвестора разница между моделями важна, потому что они дают разную экономику. Локальная установка с бессрочной лицензией даёт высокую маржу на каждой продаже, ведь компания почти ничего не тратит на поставку копии программы. Облачный сервис требует от поставщика постоянных расходов на серверы и их обслуживание, поэтому его маржа ниже, но зато выручка регулярна и предсказуема. Кроме того, облачный поставщик может сам арендовать мощности у провайдера, о чём подробно рассказано в шестнадцатой главе.

Четвёртый источник выручки — услуги внедрения и до-

работки. Купить программу недостаточно, её нужно установить, настроить под процессы заказчика, перенести данные из старой системы, связать с другими программами и обучить сотрудников. Для сложного корпоративного программного обеспечения стоимость внедрения может быть сопоставима со стоимостью самих лицензий, а иногда и превышать её. Разработчик может оказывать эти услуги сам или поручать их партнёрам-интеграторам.

Маржа услуг внедрения заметно ниже маржи программы. Причина проста: каждый час работы специалиста стоит денег, и компания зарабатывает только на разнице между тем, что платит своему сотруднику, и тем, сколько берёт с заказчика за его час. Если программу можно скопировать бесплатно, то время инженера внедрения — нет. Типичная маржа услуг внедрения составляет 10–25%, тогда как маржа программы может превышать 80–90%.

Почему же разработчики вообще занимаются внедрением, если оно менее прибыльно? Во-первых, без внедрения сложную программу невозможно продать: заказчику нужен работающий результат, а не файл установки. Во-вторых, услуги внедрения помогают разработчику лучше понимать потребности клиентов и улучшать продукт. В-третьих, на раннем этапе развития рынка партнёров-интеграторов, умеющих внедрять новую российскую программу, может просто не быть, и разработчику приходится делать всё самому.

У «Ладога Софт» услуги внедрения в 2025 году принес-

ли 1,3 млрд рублей, или 10% выручки. Это относительно немного, потому что компания старается передавать внедрение партнёрам и сосредоточиться на разработке. Для инвестора небольшая доля услуг — хороший знак: она означает, что основная часть выручки компании приходится на высокомаржинальные программы. Если у разработчика доля услуг растёт, это может говорить о том, что продукт требует слишком много доработок под каждого клиента, и это снижает общую маржу бизнеса.

Отдельно стоит сказать о том, как программы доходят до клиентов. Крупные разработчики редко продают всё напрямую. Значительная часть продаж идёт через партнёров: дистрибьюторов, которые закупают лицензии оптом и перепродают их, и интеграторов, которые включают программу разработчика в свои проекты для заказчиков. Партнёрская сеть позволяет разработчику охватить гораздо больше клиентов, чем мог бы его собственный отдел продаж, особенно в регионах.

За доступ к клиентам партнёры получают свою долю. Обычно разработчик продаёт лицензии партнёру со скидкой от цены прайс-листа, а партнёр перепродаёт их заказчику по полной или близкой к ней цене. Скидка для партнёра в корпоративном программном обеспечении, как правило, составляет 20–30% от цены. Разработчик отражает в выручке только то, что получил от партнёра, а не полную цену, которую заплатил конечный клиент.

У «Ладога Софт» около 60% продаж идут через партнёров, со скидкой 20–30% в зависимости от объёма и статуса партнёра. Это позволяет компании работать с клиентами по всей стране, имея относительно небольшой собственный отдел продаж. Однако зависимость от партнёров создаёт и риски: крупный интегратор может переключиться на продукт конкурента, если тот предложит большую скидку, и тогда разработчик потеряет доступ к значительной части клиентов. Об интеграторах и их бизнесе подробно рассказано в семнадцатой главе.

Для инвестора доля партнёрских продаж важна по двум причинам. Во-первых, она влияет на маржу: чем больше продаж через партнёров, тем больше компания отдаёт им в виде скидок. Во-вторых, она влияет на устойчивость выручки: если продажи сосредоточены у нескольких крупных партнёров, их решения могут резко изменить результаты разработчика. Добросовестные компании раскрывают долю партнёрских продаж и концентрацию на крупнейших партнёрах, и эти данные стоит изучать.

Сведём всё вместе и посмотрим на структуру выручки «Ладога Софт» за 2025 год целиком. Из 12,9 млрд рублей бессрочные лицензии принесли 5,8 млрд, или 45%, техническая поддержка и обновления — 3,2 млрд, или 25%, подписка — 2,6 млрд, или 20%, услуги внедрения — 1,3 млрд, или 10%. Получается, что повторяющаяся выручка, то есть подписка и поддержка, составляет 5,8 млрд рублей, или 45%, а

разовая, то есть лицензии и услуги, — 7,1 млрд, или 55%.

Есть ещё один вопрос, который редко задают новички, но который сильно влияет на выручку разработчика: за что именно берутся деньги, то есть какова единица лицензирования. Одни программы продаются по числу пользователей: компания платит за каждого сотрудника, который работает в системе. Другие — по числу серверов или процессорных ядер, на которых программа установлена. Третьи — по объёму обрабатываемых данных или количеству подключённых устройств. Выбор единицы определяет, как выручка разработчика будет расти вместе с бизнесом клиента.

Возьмём систему управления базами данных «Ладога Софт». Компания лицензирует её по числу процессорных ядер на серверах, где работает база. Когда заказчик растёт, его данных становится больше, ему нужны более мощные серверы с большим числом ядер, и он докупает лицензии. Разработчик автоматически растёт вместе со своими клиентами, даже если не привлекает новых. Такая единица лицензирования особенно выгодна в период бурного роста объёмов данных, который сейчас переживают многие отрасли.

Лицензирование по числу пользователей устроено иначе. Если клиент сокращает персонал или переводит часть сотрудников на более дешёвые программы, выручка разработчика падает. Если же клиент нанимает людей, выручка растёт. Для программ, связанных с офисной работой, документооборотом или бухгалтерией, такая единица естественна,

но она привязывает разработчика к численности персонала клиентов, а не к росту их бизнеса.

Для инвестора единица лицензирования важна потому, что она определяет, откуда возьмётся будущий рост. Если программа лицензируется по объёму данных или вычислительной мощности, а эти показатели у клиентов растут на десятки процентов в год, у разработчика есть встроенный двигатель роста. Если программа лицензируется по числу пользователей, а численность персонала у клиентов стабильна, расти можно только за счёт новых клиентов и повышения цен. Эта информация обычно есть в описании продуктов на сайте компании или в проспекте, и её стоит найти до покупки акций.

Эта пропорция многое говорит о компании. Почти половина выручки «Ладога Софт» повторяется из года в год и будет приходить, даже если компания не заключит ни одной новой сделки. Другая половина зависит от новых продаж и потому подвержена колебаниям. Для сравнения: у зрелых западных софтверных компаний, перешедших на подписку, доля повторяющейся выручки нередко превышает 80–90%. Российские разработчики пока далеки от этого уровня, но движутся в его сторону.

Теперь поговорим о свойстве, которое делает софтверный бизнес таким привлекательным для инвесторов. Это почти нулевая себестоимость копии программы. Когда компания создала программу, затратив на это сотни миллионов рублей

на зарплаты разработчиков, каждая следующая копия обходится ей практически бесплатно. Скопировать файл, отправить ключ активации, предоставить доступ к облачному сервису — всё это стоит копейки по сравнению с ценой лицензии.

Сравните это с производством автомобиля. Каждая новая машина требует металла, двигателя, колёс, сидений и сотен часов работы на конвейере. Себестоимость второй машины почти такая же, как первой, и даже миллионная машина стоит заводу значительных денег. У разработчика программ всё наоборот: первая копия стоит сотни миллионов, а каждая следующая — почти ничего.

Из этого вытекает важное следствие для прибыли. Расходы софтверной компании в основном постоянные: зарплаты разработчиков, аренда офиса, маркетинг. Они почти не зависят от того, сколько копий программы продано. Когда выручка растёт, а расходы остаются примерно на прежнем уровне, прибыль растёт гораздо быстрее выручки. Это явление называется операционным рычагом, и мы подробно разберём его в восьмой главе.

Посчитаем этот эффект на простом примере. Допустим, компания тратит на разработку и содержание продукта 5 млрд рублей в год, и эти расходы не зависят от числа продаж. Если она продаёт лицензий на 6 млрд, её операционная прибыль составит 1 млрд рублей, или около 17% выручки. Если продажи вырастут до 10 млрд при тех же расходах, при-

быль составит 5 млрд, или 50% выручки. Выручка выросла на 67%, а прибыль — в пять раз.

Обратная сторона этого свойства проявляется при падении выручки. Если продажи упадут с 6 млрд до 4 млрд при тех же расходах в 5 млрд, компания получит убыток в 1 млрд рублей. Постоянные расходы никуда не делись, а выручка, которая их покрывала, сократилась. Именно поэтому софтверные компании так болезненно переживают замедление продаж: их прибыль падает гораздо сильнее выручки.

Почти нулевая себестоимость копии влияет и на ценообразование. Поскольку каждая дополнительная продажа почти ничего не стоит компании, она может гибко менять цены: давать большие скидки крупным клиентам, предлагать бесплатные пробные версии, продавать дешевле в регионах. Это удобно, но таит опасность ценовых войн. Если на рынке несколько похожих продуктов, конкуренты могут снижать цены почти до нуля, ведь каждая продажа всё равно приносит хоть какие-то деньги сверх постоянных расходов.

Наконец, поговорим о большом сдвиге, который происходит в российской индустрии программного обеспечения: переходе от бессрочных лицензий к подписке. Во всём мире софтверные компании в 2010-е годы массово перешли на подписочную модель, и это сильно повысило их оценку инвесторами. Российские разработчики идут по тому же пути, хотя и с отставанием. Многие из них объявили о планах постепенно переводить клиентов на подписку или срочные ли-

цензии.

Почему компании стремятся к этому переходу? Во-первых, подписка даёт предсказуемую выручку, которую инвесторы ценят выше разовой, и это повышает оценку компании на бирже. Во-вторых, подписка снижает зависимость от крупных разовых сделок и делает бизнес устойчивее к колебаниям спроса. В-третьих, при подписке клиенту психологически проще начать: ему не нужно сразу платить крупную сумму, а значит, продавать становится легче.

Однако переход от лицензий к подписке сопряжён с серьёзной трудностью — временным провалом выручки. Представьте, что компания продавала бессрочную лицензию за 1 млн рублей, а теперь предлагает ту же программу по подписке за 300 тысяч в год. Клиент, который раньше заплатил бы миллион сразу, теперь заплатит 300 тысяч в первый год, ещё 300 тысяч во второй и так далее. Только к концу четвёртого года он заплатит больше, чем стоила бы бессрочная лицензия.

Для компании это означает, что в годы перехода выручка падает, хотя бизнес на самом деле не ухудшается. Каждый клиент, перешедший с лицензии на подписку, приносит в первый год втрое меньше денег, чем принёс бы раньше. Если компания переводит на подписку значительную часть продаж, её выручка может снизиться на десятки процентов, а прибыль — уйти в убыток. Только через несколько лет, когда накопится достаточная база подписчиков, выручка вер-

нётся к прежнему уровню и начнёт расти.

Посмотрим, как это выглядит в цифрах. Допустим, компания каждый год продаёт 100 новых лицензий по 1 млн рублей, то есть получает 100 млн выручки от новых продаж. Она решает полностью перейти на подписку за 300 тысяч в год, и все клиенты продолжают платить. В первый год перехода новые клиенты принесут 30 млн вместо 100. Во второй год — 60 млн, ведь к ним добавятся платежи прошлогодних клиентов.

В третий год выручка от новых продаж составит 90 млн, в четвёртый — 120 млн, и только тогда она превысит уровень до перехода.

Этот провал выручки пугает инвесторов, которые не понимают его природы. Акции компании, объявившей о переходе на подписку, могут резко упасть, хотя менеджмент принял стратегически верное решение. Многие мировые софтверные компании прошли через это в 2010-е годы, и те, чьи акционеры дождались завершения перехода, были вознаграждены значительным ростом стоимости. Российский инвестор, понимающий механику перехода, может использовать такое падение как возможность, если уверен в качестве продукта и в том, что клиенты действительно останутся.

Есть и обратная ловушка, о которой стоит помнить. Некоторые компании могут объяснять падение выручки переходом на подписку, хотя на самом деле у них просто снижаются продажи. Чтобы отличить одно от другого, полезно смотреть

на показатели подписки: растёт ли число подписчиков, растёт ли годовая регулярная выручка, низок ли отток клиентов. Если эти показатели растут, переход идёт успешно. Если же выручка падает, а число подписчиков стоит на месте, объяснение переходом — лишь прикрытие проблем.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.