

# IVA Technologies: Инвест-обзор

Аналитика – Акции РФ  
31 мая 2024



Тикер	
<b>Статус</b>	<b>BUY</b>
Последняя цена	300
Целевая цена	465
Потенциал	<b>55%</b>

## IVA Technologies выходит на IPO

IVA Technologies – лидер на российском рынке видеоконференцсвязи (ВКС). Сейчас компания занимает 7% рынка российских разработчиков унифицированных коммуникаций. У компании более 500 заказчиков: это компании крупного и среднего бизнеса из 9 разных отраслей. Основной рынок для компании "on premise", т.е. решение ставится на инфраструктуру заказчика, а основные решения конкурентов – облачные.

### Контакты:

**Александр Сайганов**

Head of  
Research

[a.sayganov@invest-heroes.ru](mailto:a.sayganov@invest-heroes.ru)

**Светлана Дубровина**

Senior Analyst

[s.dubrovina@invest-heroes.ru](mailto:s.dubrovina@invest-heroes.ru)

Telegram  
InvestHeroes

[@InvestHeroes](https://t.me/InvestHeroes)

**Рынок.** Потенциал роста сегмента российских разработчиков ВКС до 2028 года оценивается на уровне 32.5% в год. Факторы роста - цифровизация экономики, рост требований к кибербезопасности, государственная поддержка импортозамещения. Доля российских разработчиков на рынке корпоративных коммуникаций России по итогам 2023 составляла 45%, т.е. есть существенный потенциал роста за счет замещения зарубежных решений.

**Конкуренция.** Конкуренция с существующими open-source решениями (к таким относится Zoom) выигрывается за счет того, что их нельзя использовать "on premise", т.е. на физической инфраструктуре заказчика, что связано с повышенными рисками.

Также за счёт разработанных без open-source решений технологий и за счет собственной экспертизы в ИИ у продуктов IVA Technologies есть существенные преимущества по сравнению с российскими стратегическими конкурентами.

**Бизнес.** IVA Technologies планирует нарастить долю на быстрорастущем рынке корпоративных коммуникаций российских вендоров, в пессимистичном сценарии - сохранить (мнение менеджмента). В качестве базовой предпосылки мы предполагаем сохранение компанией доли рынка за счет удержания текущих клиентов и привлечения новых крупных клиентов похожих категорий за счет конкурентных преимуществ продукта и сложившегося на рынке бренда компании. В результате мы прогнозируем, что в 2024 г. выручка компании достигнет 3.8 млрд руб. (+56% г/г). Среднегодовой темп роста выручки в 2024-26 гг., по нашим прогнозам, составит ~50%.

Ожидаем среднего роста скорр. EBITDA (за вычетом кап. затрат, так как практически весь объем зарплат IT специалистов учитывается в этом показателе) в 2024-2026 гг. на уровне 59% в год. Наш прогноз по скорр. EBITDA в 2024 - 2.2 млрд руб. (+65% г/г).

**По нашей оценке, целевая цена на горизонте года по акциям IVA Technologies составляет 465 руб. Компания объявила диапазон цены размещения на уровне 280-300 руб. Потенциал роста акций к верхней границе размещения составляет 55%.**



## История компании

Компания основана в 2017 году. Первым разработанным продуктом стала технологичная платформа ВКС (видеоконференцсвязи). Корпоративная платформа ВКС IVA MCU была выпущена в 2018 году (до сих пор флагманский продукт компании).

С 2018 по 2022 год компания развивала экосистему продуктов корпоративных коммуникаций, Covid стал мощным драйвером рынка ВКС.

В 2022 году компания выпустила приложения совместимые с рядом российских ОС (в т.ч. Astra Linux и ОС Аврора), запустила облачную онлайн-платформу для видеоконференций и онлайн мероприятий "ВКУРСЕ".

В 2023 году компания запустила корпоративную платформу IVA CS, запустила серийное производство телефонов IVA. Также в этом году IVA Technologies поглотила компанию НТЦ, занимающуюся разработкой и исследованиями для создания ряда продуктов и специализированных версий продуктов, в т.ч. исследованиями ИИ.

### Компания

С точки зрения продуктовой линейки IVA - это русский Microsoft Teams (корпоративный мессенджер, видеозвонки, телефония, облако, устройства для организации ВКС). Сейчас компания - лидер на рынке, все ключевые партнеры на рынке продают продукт компании. IVA Technologies - топ-1 по объемам продаж ВКС.

У компании более 500 заказчиков: это компании крупного и среднего бизнеса из 9 разных отраслей. На госсектор приходится 27% клиентской базы, остальные клиенты - это частные компании. Среди заказчиков в т.ч. Банк России, Роснефть, Норникель, Роскосмос. На B2B сегмент приходится более 70% продаж компании. В IVA Technologies работают 200+ разработчиков, и у компании более 150 партнеров-дистрибьюторов (в т.ч. Soffline).

Компания сделала мощный рывок в последние годы: ее выручка выросла с 559 млн руб. в 2021 году до 2.5 млрд руб. в 2023 г. (среднегодовой прирост составил 110%), количество клиентов выросло с 91 до 537, при этом рентабельность по скорр. EBITDA в 2023 г. составила 53%.

Сейчас компания занимает 7% рынка российских разработчиков унифицированных коммуникаций. Российские стратегические конкуренты - Trueconf, VK и МТС Линк.

## Продукт

У компании 14 совместимых друг с другом продуктов, комплексно закрывающих потребности бизнесов в корпоративных коммуникациях.

Флагманский продукт - платформа ВКС IVA MCU. Заняла 1-е место в рейтинге российских ВКС, подготовленном IT-маркетплейсом Market.CNews. Лидерство IVA MCU также подтверждает исследование российского рынка унифицированных коммуникаций, подготовленное J'son & Partners Consulting.

Основной рынок для компании "on premise", т.е. решение ставится на инфраструктуру заказчика, а основные решения конкурентов - облачные, но общая доля облачных решений на рынке - 10%, т.е. в деньгах большая часть рынка (90%) - это сегмент "on premise", на котором фокусируется компания.

"On premise" значит, что данные хранятся на физических носителях, которые находятся в распоряжении компании-клиента. Это обеспечивает клиенту полный контроль над своими данными, т.е. выше уровень кибербезопасности, чем у облачных решений, но требует вложений в инфраструктуру.

Конкуренция с существующими опенсорс-решениями выигрывается за счет того, что их нельзя использовать "on premise", т.е. на физической инфраструктуре заказчика, что связано с повышенными рисками.

	Зарубежные решения	Стратегические конкуренты	Ближайшие конкуренты на рынке унифицированных коммуникаций
<b>Продуктовые решения</b>	IVA, zoom, 8x8, CISCO	TrueConf, ЛИНК, VK	DIXON, SBERJAZZ, vinteo, Xpress, Яндекс Телемост, ELTEX
ВКС	✓	✓	✓
On-premise ВКС	✓	✗	✗
Корпоративная телефония	✓	✗	✗
Корпоративный мессенджинг	✓	✓	✗
Почта	✓	✗	✗
Облачная платформа	✓	✓	✗

Источник: презентация компании

## Продукт

К продуктам компания также продает разработку, отраслевые решения, обучение, сервисное обслуживание. Доля рекуррентной (повторяемой) выручки составляет более 20%.

То есть IVA Technologies может разработать индивидуальное решение для заказчика, интегрировать его с существующей у заказчика инфраструктурой, обучить сотрудников заказчика использованию продукта, оптимизировать и поддерживать работоспособность продукта с помощью круглосуточной сервисной службы.

За счет собственной экспертизы в ИИ у продуктов IVA Technologies есть существенные преимущества по сравнению с российскими конкурентами:

- Помощник ИИ (нет ни у одного из стратегических конкурентов);
- Автоматический синхрорперевод (нет ни у стратегических, ни у ближайших конкурентов на рынке унифицированных коммуникаций);
- Возможность проводить большие мероприятия на более 2 тыс. пользователей (есть только у МТС Линк из стратегических конкурентов и нет ни у кого из ближайших конкурентов).

	Стратегические конкуренты	Ближайшие конкуренты на рынке унифицированных коммуникаций						Зарубежные решения					
	IVA	TrueConf	ЛИНК	VK	DIXON	SBER JAZZ	Vinteo	Xpress	Яндекс Телемост	ELTEX	zoom	IP	CISCO
Помощник ИИ	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗	✓	✗	✓	✓	✓
Автоматический синхрорперевод	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	-	-	-
Стенографирование	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
Большие мероприятия (2К+)	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✓
Единая экосистема	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Двухфакторная аутентификация	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✓	✓	✓

Источник: презентация компании

Бизнес модель - asset light, основной упор делается на разработку продуктов, т.е. главный актив компании - команда. Порядка 70% сотрудников компании - IT специалисты высокого класса, есть собственные компетенции в области Искусственного Интеллекта (ИИ).

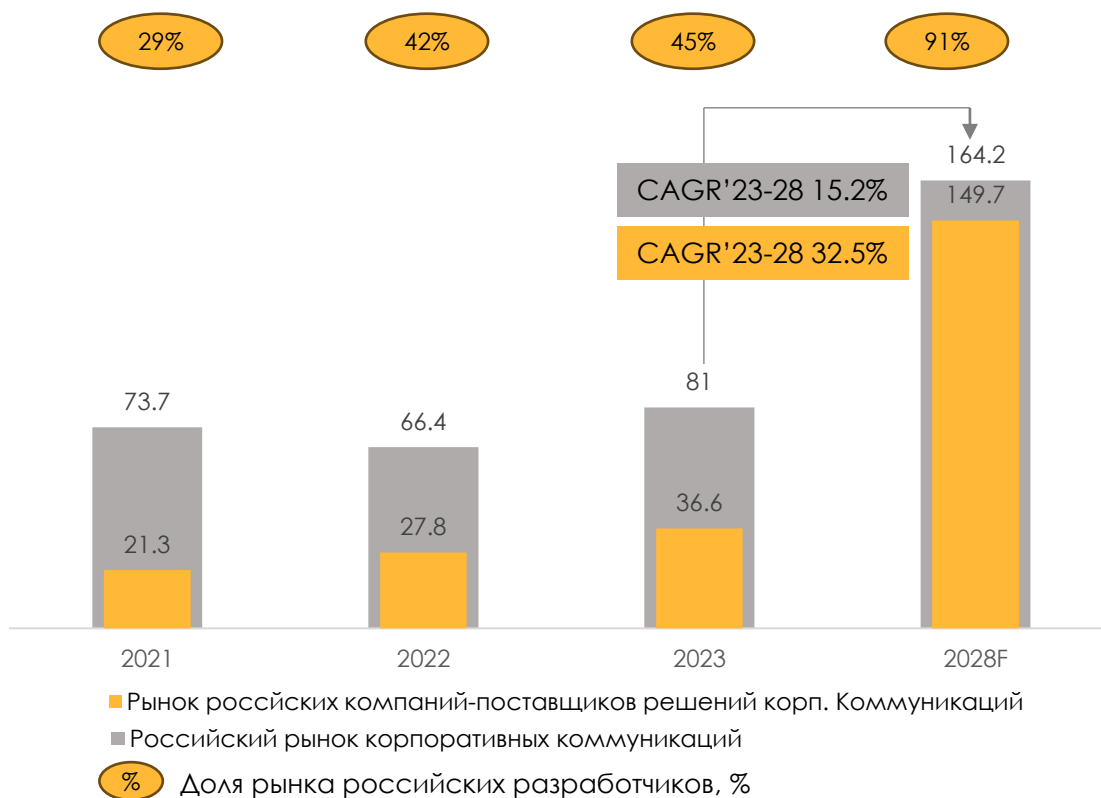
Группа Астра - стратегический партнер, IVA Technologies - одна из первых начала использовать эту операционную систему для обеспечения работы на ней своих продуктов и решений.

## Потенциал роста рынка

Потенциал роста сегмента российских разработчиков решений корпоративных коммуникаций до 2028 года оценивается на уровне 32.5% в год. Факторы роста - цифровизация экономики, рост требований к кибербезопасности, государственная поддержка импортозамещения.

Доля российских разработчиков на рынке корпоративных коммуникаций России по итогам 2023 составляла 45%, т.е. есть существенный потенциал роста за счет замещения зарубежных решений. При этом сам рынок корпоративных коммуникаций рос темпами 10% в год в 2021-2023 и, по прогнозам отраслевых экспертов, продолжит расти темпом 15% в год.

### Доля рынка российских разработчиков растет за счет импортозамещения



IVA Technologies планирует нарастить долю на быстрорастущем рынке корпоративных коммуникаций российских вендоров, а в пессимистичном сценарии – сохранить (мнение менеджмента). На конец 2023 года компания занимает 7% рынка российских разработчиков решений корпоративных коммуникаций, по прогнозу J`son & Partners, а к 2028 году доля вырастет до 13%.

Продажи за рубеж уже сейчас есть в Белоруссию, Казахстан, при этом есть потенциал экспансии в этих и других дружественных странах. Компания стремится долгосрочно иметь более 20% зарубежной выручки.

Рекуррентная (повторяемая) выручка компании сейчас более 20%, цель к 2030 году - более 30%.

## Выручка

Основной статьей выручки являются продажи флагманского продукта - платформы ВКС, которая занимает четверть рынка платформ ВКС российской разработки.

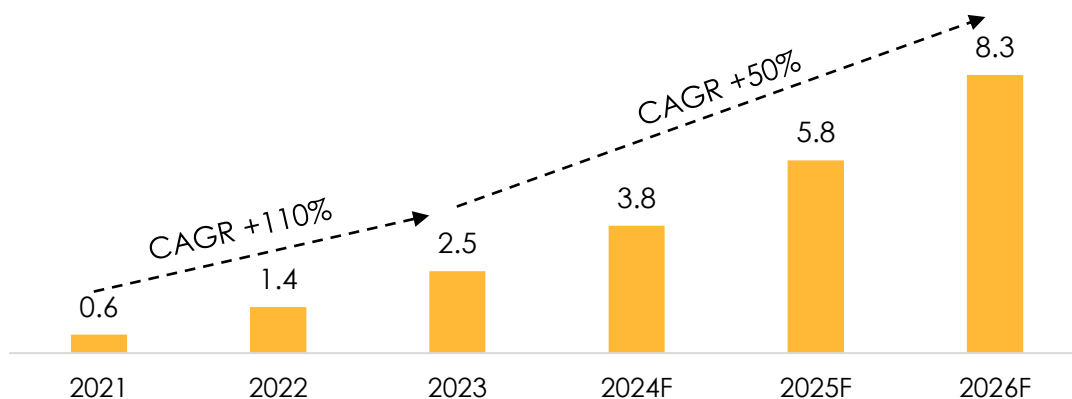
В качестве базовой предпосылки предполагаем сохранение компанией доли рынка за счет удержания текущих клиентов и привлечения новых крупных клиентов похожих категорий (крупные государственные/окологосударственные компании) за счет конкурентных преимуществ продукта и сложившегося на рынке бренда компании.

По новым продуктам, которые пока что суммарно приносят порядка 100 млн руб. выручки в год, мы консервативно закладываем медленный рост доли рынка по 1% в год от рынка российских разработчиков (мессенджер, телефония, почтовые решения).

По совокупности наш прогноз консервативнее, чем прогноз экспертов от J'son & Partners: к 2028 году закладываем в модель выход IVA Technologies на долю рынка всех корпоративных коммуникаций с текущих 7% до 10.7% против прогноза J'son & Partners на уровне 13%.

В результате мы ожидаем, что в 2024 г. выручка компании достигнет 3.8 млрд руб. (+56% г/г). Среднегодовой темп роста выручки в 2024-26 гг., по нашим прогнозам, составит ~50%.

Выручка, млрд руб.



## Скорр. EBITDA

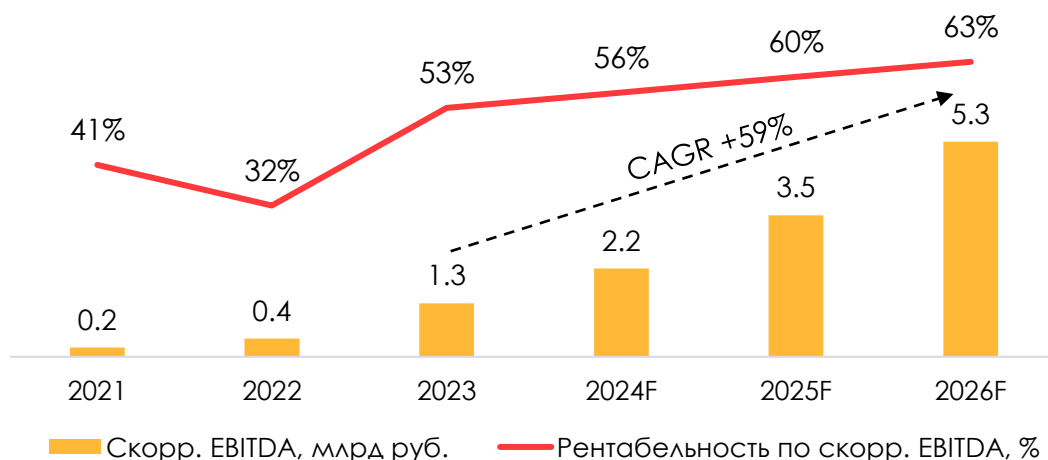
Главная статья расходов – это зарплаты IT специалистов. Компания инвестирует ежегодно 40% от прибыли в R&D (исследования и разработку). Компания капитализирует расходы на разработку и доработку продукта после его запуска. Эти расходы не идут в P&L (то есть не учитываются в EBITDA и чистой прибыли), они учитываются как капитальные издержки и влияют на денежный поток.

В связи с этим более репрезентативным показателем является скорректированная EBITDA, которая рассчитывается как EBITDA за вычетом капитальных расходов компании (т.е. капитализированных расходов на разработку и расходов на приобретение основных средств).

Маркетинговый бюджет у компании низкий, всего 2% от выручки (в 7 раз ниже в % от выручки, чем у Астры, например). Его резкий рост с учетом запуска новых продуктов - это фактор риска для оценки. Консервативно мы заложили удвоение расходов на маркетинг в 2024 году.

Ожидаем среднего роста скорректированной EBITDA в 2024-2026 гг. на уровне 59% в год. Наш прогноз по скорр. EBITDA в 2024 - 2.2 млрд руб. (+65% г/г).

### Ожидаем увеличения рентабельности по мере роста бизнеса



## ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК И ДИВИДЕНДЫ

### Дебиторская задолженность

Дебиторская задолженность составляет порядка половины годовой выручки, 1.3 млрд руб. (это сумма средств, которую покупатели задолжали компании). Из них на конец 2023 года 313 млн руб. приходится на "О-Си-Эсцентр" (частная компания, выручка - 120 млрд руб. за 2023 год, прибыль - 3.2 млрд руб.), 246 млн руб. приходится на "Цифровые технологии железных дорог" (дочка РЖД), 146 млн руб. - на "Акссофт" (дочка Софтлайн). Все три крупнейших дебитора не находятся в просрочке.

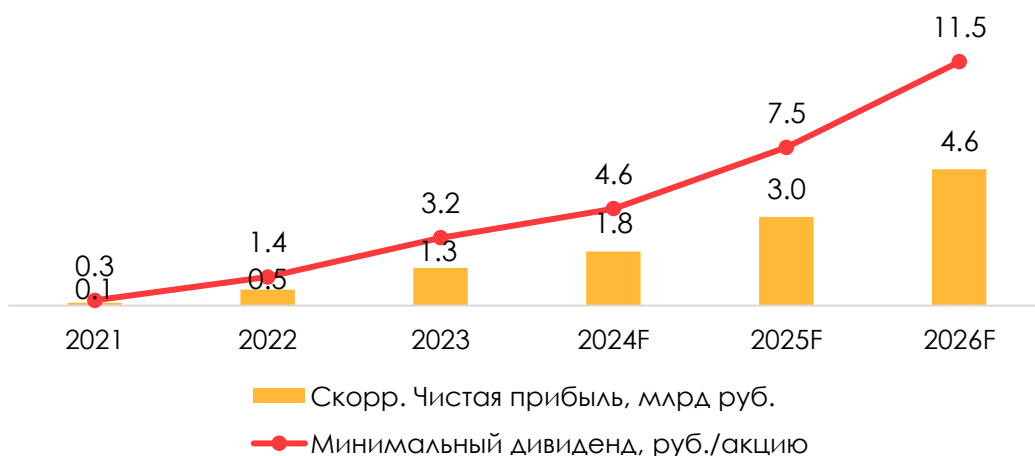
Мы считаем, риски неплатежей по дебиторской задолженности незначительные.

### Дивиденды

Компания утвердила дивидендную политику, по ней выплаты идут в % от скорректированной чистой прибыли не реже 1 раза в год. При долговой нагрузке Чистый долг/ЕБИТДА менее 2.0х на дивиденды направляется не менее 25% чистой прибыли (если нагрузка выше - то на усмотрение Совета Директоров). На конец 2023 года у компании был чистый кэш, т.е. отрицательный чистый долг.

Чистая прибыль для расчета дивидендной базы корректируется: вычитаются капитализированные расходы (Приобретение основных средств + Создание и покупка нематериальных активов) и прибавляется амортизация ОС и НМА. По смыслу - вычитаются кап. затраты и возвращаются неденежные расходы, т.е. показатель скорректированной чистой прибыли приближен к чистому денежному потоку компании.

### Потенциальные дивиденды из расчета 25% от Скорр. Чистой прибыли





## Цели IPO и акционеры

### Детали сделки

Размещение пройдет в формате Cash Out, т.е. компания не получит деньги и не выпустит новые акции, на размещении будут продавать свои доли действующие акционеры.

### Зачем компания выходит на IPO?

1. Как мы понимаем, компания планирует использовать опционные программы по аналогии с другими IT (Позитив), чтобы удерживать ключевых сотрудников и иметь возможность привлекать новые ценные кадры.
2. Публичный статус повышает доверие к компании и бренду, таким образом растет конкурентоспособность при продаже продуктов новым клиентам.

### Структура акционеров

У компании до выхода на IPO 5 акционеров, из них у четырех более 5% акций, доли крупнейших 4 акционеров составляют от 18% до 32%.

Андрей Зокин - владелец нескольких бизнесов в России, по данным СМИ, в том числе добывающих активов, рыбной промышленности и машиностроении. Был самым молодым вице-президентом Газпромбанка, был независимым членом СД ВСМПО-Ависма (крупнейший в России производитель Титана).

Николай Ивенев - по образованию математик-программист, был помощником члена комитета Госдумы по обороне. В 2013 основал IT компанию "ХайТэк", в 2016 по его инициативе было создано новое направление - вендор IT оборудования и ПО - IVA Technologies. Является Председателем СД и в "ХайТэк", и в IVA Technologies по состоянию на май 2024.

Станислав Иодковский - действующий CEO IVA Technologies, в 2013 г. был сооснователем "ХайТэк".

Евгений Терентьев - бывший генеральный директор компании "ХайТэк", учредитель компании НТЦ, которую впоследствии поглотила IVA Technologies.

## Оценка

Для оценки в случае с IVA Technologies считаем оправданным использование скорректированной EBITDA (EBITDA – кап. расходы), т.к. расходы на IT специалистов, которые идут в себестоимость, несопоставимы с капитализированными расходами. Так, зарплаты в 2021 нулевые, зарплаты в 2023 вместе с соц. взносами дают такой результат, что средняя зарплата сотрудника 168 тыс. руб. в год. Большая часть расходов на зарплаты капитализируется, т.е. не участвует в отчете о прибылях и убытках, однако, это денежные издержки компании. В результате мы не можем точно оценить уровень зарплат сотрудников, т.к. в капитализированных расходах компания не отделяет зарплаты от прочих кап. расходов. Предполагаем, что со временем будет расти % зарплат, идущий в P&L.

В других IT компаниях мы берем в оценку нескорректированную EBITDA в силу того, что там нет такого резкого перевеса в сторону капитализации почти всех расходов на IT специалистов, а капитализируется разумная часть, связанная с разработкой новых продуктов компании.

**По нашей оценке, целевая цена на горизонте года по акциям IVA Technologies составляет 465 руб.**

**Компания объявила диапазон цены размещения на уровне 280-300 руб. Потенциал роста акций к верхней границе размещения составляет 55%.**

Мультипликаторный метод		FTM
EBITDA	млн руб.	2 806
Целевой мультипликатор	x	16.5x
<b>Оценка</b>		
Целевая EV	млн руб.	46 432
Чистый долг	млн руб.	(43)
Целевая капитализация	млн руб.	46 475
Кол-во акций	млн шт.	100
Целевая цена	руб.	465
<b>Потенциал роста</b>	<b>%</b>	<b>55%</b>
Цена размещения (нижняя гра	руб.	300

## Риски

### Ключевые риски для наших прогнозов и оценки:

- Темпы роста рынка российских разработчиков решений корпоративных коммуникаций могут быть ниже прогнозов;
- Доля компании на рынке может снижаться;
- Расходы на IT специалистов могут быть выше наших ожиданий, в результате чего рентабельность по скорр. EBITDA также может быть ниже ожиданий;
- Долговая нагрузка может быть выше наших ожиданий.

## ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Упоминаемые в аналитическом отчете финансовые инструменты могут не подходить соответствующему лицу. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.