

УДК 336.763



Марков Дмитрий Евгеньевич
студент, кафедра финансов
и финансовых институтов,
Байкальский государственный университет,
г. Иркутск, Российская Федерация,
e-mail: dmitrii.markov.99@mail.ru

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ КАК ЧАСТЬ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА АКЦИЙ НА ПРИМЕРЕ ДЕВЕЛОПЕРОВ РОССИИ

Аннотация. В представленной статье определяется роль мультипликаторов при формировании инвестиционного портфеля и особенности их применения. Рассчитываются, интерпретируются и сопоставляются наиболее важные и популярные мультипликаторы на примере российских строительных компаний. На основе представленных мультипликаторов производится оценка инвестиционной привлекательности акций ключевых девелоперов России, делается вывод о текущем положении российских компаний-застройщиков и определяются дальнейшие перспективы их развития.

Ключевые слова: мультипликаторы, акции, фундаментальный анализ, строительные компании, ипотечное кредитование, инвестиционный портфель, девелоперы, Московская биржа.

Dmitry E. Markov
Student,
Department of Finance and Financial Institutions,
Baikal State University,
Irkutsk, Russian Federation,
e-mail: dmitrii.markov.99@mail.ru

MULTIPLIERS AS PART OF THE FUNDAMENTAL ANALYSIS OF SHARES ON THE EXAMPLE OF RUSSIAN DEVELOPERS

Abstract. The article defines the role of multipliers in the formation of an investment portfolio and the features of their application. The most important and popular multipliers are calculated, interpreted, and compared using the example of Russian construction companies. The investment attractiveness of shares of key Russian developers is evaluated. The current position of developers in the country's economy and their future development prospects are determined.

Keywords: multipliers, shares, fundamental analysis, construction companies, mortgage lending, investment portfolio, developers, Moscow exchange.

Фундаментальный анализ наравне с техническим представляет собой часть инвестиционного анализа, с помощью которого можно оценить целесообразность инвестирования в ценные бумаги того или иного эмитента. В основе фундаментального анализа лежит оценка финансового состояния отдельной компании и ее конкурентного положения в отрасли, а также определение справедливой стоимости акций эмитента.

При формировании инвестиционного портфеля инвестору очень важно учитывать финансовое положение компании, акции которой рассматриваются в качестве потенциального объекта вложения средств. Оценка возможности инвестирования капитала строится, в первую очередь, на анализе финансовой отчетности предполагаемого эмитента. В частности, рассматриваются абсолютные значения и динамика таких показателей как выручка, EBITDA, чистая прибыль, долговая нагрузка, движение денежных потоков, выплачиваемые дивиденды и т. п. Однако сопоставление разных компаний между собой может оказаться некорректным в виду субъективности отдельных показателей. В таких ситуациях используются мультипликаторы, благодаря которым становится возможным оценить эффективность деятельности компании и сравнить ее с ближайшими конкурентами.

Расчет и оценка мультипликаторов выступают неотъемлемым компонентом фундаментального анализа, с их помощью можно выявить недооцененные акции, обладающие высоким потенциалом роста, и переоцененные акции, вложения в которые возможно окажутся недостаточно рентабельными. В целях объективности оценки инвестиционной привлекательности акций необходимо соотносить между собой полученные значения мультипликаторов компаний-эмитентов одной отрасли. Например, сравнение значений полученных мультипликаторов по компании нефтегазового сектора с предприятием потребительского сектора в конечном итоге окажется искаженным по причине наличия в каждой отдельной отрасли своей специфики ведения бизнеса.

Актуальная геополитическая нестабильность и макроэкономическая неопределенность повышает спрос инвесторов на надежные активы, в частности на недвижимость. Жилье на сегодняшний день является привлекательным объектом вложения средств, но требует наличия крупной денежной суммы. Альтернативный, но более рискованный объект инвестирования – акции застройщиков, способные приносить доход не только от купли-продажи ценной бумаги, но и за счет выплачиваемых эмитентом дивидендов. В текущую рецессию строительный сектор страны концентрирует повышенную прибыль на фоне снижения Банком России процентных ставок с целью стимулирования кредитного рынка. Рынок ипотечного кредитования в Российской Федерации демонстрирует существенный рост в последние месяцы, спрос на ипотеку в ряде регионов становится ажиотажным, что влечет за собой рост цен на недви-

жимость. Данная тенденция обусловлена реализацией государственной программы льготной ипотеки, позволяющей заемщикам оформить ипотеку под 6,5% на весь период кредитования при покупке недвижимости на первичном рынке [1; 2, с. 49–53]. За 10 месяцев 2020 года было выдано ипотечных кредитов на общую сумму 3,2 трлн руб., что на 45% больше аналогичного периода 2019 года. При этом 937,5 млрд руб. из них приходится на льготные государственные программы [3]. На фоне увеличения средних цен за квадратный метр как на первичном, так и на вторичном рынке недвижимости, а также продолжающегося роста объемов продаж жилья, вполне вероятен дальнейший рост рентабельности строительных компаний.

В пользу возрастающей значимости строительного сектора в экономике страны и финансового рынка свидетельствует и тот факт, что в скором времени Московская биржа начнет расчет еще одного отраслевого индекса – индекса строительных компаний [4]. В связи с этим актуальным представляется проведение с помощью мультипликаторов сравнительного анализа российских девелоперов, акции которых торгуются на Московской бирже, и будут включены в расчет нового индекса: Группа компаний «ПИК», Группа ЛСР, Группа компаний «Самолет» и Etalon Group plc.

Первая группа мультипликаторов зависит от рыночной капитализации компании, к ним относятся показатели P/E, P/B и P/S. Наиболее распространенный мультипликатор – P/E (price to earnings), его можно рассчитать двумя способами: соотнести рыночную капитализацию компании с ее годовой чистой прибылью, либо путем отношения рыночной цены акции к прибыли на одну акцию. Данный мультипликатор интерпретируется как срок окупаемости вложений в акции эмитента. Мультипликатор P/E, как и все последующие мультипликаторы, не имеет нормативных значений, но существует базовое правило: чем меньше, тем лучше.

Следующий важный мультипликатор – P/B (price to book value), показывающий какую долю имущества могут получить акционеры в случае банкротства предприятия. P/B равен отношению рыночной капитализации компании к балансовой стоимости ее активов. Если полученный показатель меньше единицы, то компания недооценена, т. к. в таком случае на один рубль капитализации эмитента приходится более одного рубля стоимости активов компании и если предприятие обанкротится, то акционеры смогут рассчитывать на ликвидационную стоимость.

P/S в свою очередь схож с мультипликатором P/E, но учитывает не чистую прибыль, а выручку компании. С одной стороны, для акционеров преобладающее значение имеет размер чистой прибыли, которая служит базой для расчета дивидендов, но с другой стороны, мультипликатор P/S помогает оценить убыточные компании, т. к. значение выручки всегда положительное в отличие от чистой прибыли. Значение показателя меньше единицы свидетельствует о недооцененности компании.

Рассчитаем вышеуказанные мультипликаторы для российских девелоперов на основе показателей, представленных в таблице 1.

Таблица 1

Показатели, используемые для расчета мультипликаторов для российских строительных компании, за 3–4 кв. 2019 г. и 1–2 кв. 2020 г., млрд руб.*

Компания	Рыночная капитализация	Чистая прибыль	Выручка	Балансовая стоимость активов
ГК «ПИК»	388,04	53,48	315,58	128,2
Группа ЛСР	89,95	8,18	111,93	83,47
ГК «Самолет»	56,26	1,08	50,42	5,95
Группа Эталон	34,36	-2,14	75,64	50,81

*Составлено автором по данным : [5, 6, 7, 8]

Наиболее капитализированной строительной компанией является ГК «ПИК», которая наравне с Группой ЛСР входит в базу расчета индекса Московской биржи и индекса РТС, что создает большой объем торгов данными акциями и поддерживает высокую ликвидность на российском фондовом рынке. Акции ГК «Самолет» включены в котировальный список третьего уровня, тогда как акции других застройщиков относятся к первому уровню листинга. Группа Эталон за счет убыточного первого полугодия 2020 года демонстрирует чистый годовой убыток за анализируемый период. При этом выручка и балансовая стоимость активов компании на порядок выше чем, например, у группы компаний «Самолет». Кроме того, ее выручка более чем в два раза превышает рыночную капитализацию.

В таблице 2 представлены значения мультипликаторов P/E, P/B и P/S, рассчитанные для отечественных застройщиков.

Таблица 2

Мультипликаторы, рассчитанные для российских строительных компаний*

Компания	Тикер на Московской бирже	P/E	P/B	P/S
ГК «ПИК»	PIKK	7,26	3,03	1,23
Группа ЛСР	LSRG	11,00	1,08	0,80
ГК «Самолет»	SMLT	52,09	9,46	1,12
Группа Эталон	ETLN	-16,06	0,68	0,45

*Рассчитано автором по данным таблицы 1

Исходя из полученных результатов, можно сделать вывод, что Группа Эталон недооценена рынком по показателям P/S и P/B, но в связи с тем что компанией был получен отрицательный финансовый результат по итогам второго полугодия 2019–первого полугодия 2020 года в сумме 2,14 млрд руб., показатель P/E нельзя назвать корректным. Группа компаний «Самолет», акции которой стали доступны инвесторам на Московской бирже с конца октября 2020 года, напротив, сильно переоценена на фоне относительно небольшой чистой прибыли и балансовой стоимости активов. P/E составляет 52 пункта, т.

е. компании требуется примерно пятьдесят лет, чтобы заработать сумму, равную ее собственной рыночной стоимости (при неизменных условиях). Крупнейший девелопер ГК «ПИК» имеет самый низкий показатель P/E, что указывает на инвестиционную привлекательность эмитента на фоне других строительных компаний, по двум другим мультипликаторам компания оценена рынком справедливо. Группа ЛСР по совокупности показателей является несколько недооцененной.

Для повышения качества оценки акций эмитентов необходимо применять и другие показатели. Наиболее важные из них – это EV/EBITDA, Net Debt/EBITDA, EPS, ROA, ROE. Результаты их расчета представлены в таблице 3.

Мультипликатор EV/EBITDA (Enterprise Value/EBITDA) схож с показателем P/E, но является уточняющим, т. к. для его расчета используется не просто рыночная капитализация, а стоимость компании с учетом ее долгов, соотношенная к прибыли до уплаты налогов, процентов и начисления амортизации.

Net Debt/EBITDA (чистый долг/EBITDA) в свою очередь отражает долговую нагрузку компании, т. е. показывает за сколько лет предприятие сможет погасить все свои долги.

Прибыль на одну акцию раскрывает мультипликатор EPS (Earning Per Share), рассчитываемый как чистая прибыль, деленная на количество обыкновенных акций в обращении. Чем выше EPS, тем большую отдачу обеспечивает каждый рубль, вложенный в акции.

Показатели ROA (return on assets) и ROE (return on equity) демонстрируют рентабельность активов и собственного капитала соответственно. ROE – важнейший показатель для любого инвестора и собственника, показывающий насколько эффективно был использован акционерный капитал. Рентабельность активов указывает на прибыль, которую компания зарабатывает на каждый рубль, вложенный в имущество организации.

Таблица 3

Мультипликаторы российских строительных компаний, рассчитанные за период 3-4 квартал 2019 г. и 1-2 квартал 2020 г.*

Компания	EV/EBITDA	NET DEBT/EBITDA	EPS, руб.	ROA, %	ROE, %
ГК «ПИК»	6,12	1,23	80,97	10,00	41,72
Группа ЛСР	6,12	1,48	81,64	3,07	9,80
ГК «Самолет»	13,65	2,91	17,54	1,23	18,15
Группа Эталон	7,45	3,07	-7,26	-1,32	-4,21

*Составлено автором по данным [5, 6, 7, 8]

Абсолютным фаворитом по результатам оценки мультипликаторов в таблице выше выступает ГК «ПИК», имеющий наиболее комфортную долговую нагрузку, наименьший показатель EV/EBITDA (наравне с группой ЛСР) и наивысшую рентабельность активов и собственного капитала, что обуславливается высокой чистой прибылью компании. Группа ЛСР не сильно отстает от своего конкурента, хоть и имеет меньшую рентабельность активов и капитала. Группа компаний «Самолет» на фоне других застройщиков выглядит пе-

реоцененной: мультипликаторы EV/EBITDA и NET DEBT/EBITDA практически в два раза выше, чем у ГК «ПИК» и «ЛСР». Группа Эталон 3-за полученного чистого убытка в первой половине 2020 года выглядит как аутсайдер, кроме того, по ней наблюдается самая высокая долговая нагрузка, хотя назвать ее угрожающей финансовой устойчивости компании нельзя.

По результатам проведенного анализа на основе ряда мультипликаторов наиболее привлекательными и недооцененными выступают акции компании «ПИК»: показатели P/E и EV/EBITDA являются наименьшими, а долговая нагрузка – наиболее комфортная, помимо этого у компании высокая прибыль на акцию и рекордная рентабельность активов и собственного капитала. Схожие показатели и у группы ЛСР, а по мультипликаторам P/B и P/S компания выглядит даже лучше чем ГК «ПИК». Отметим «Эталон»: Группа получила убыток на фоне пандемии в первом полугодии 2020 года, в результате которого большинство показателей приняли отрицательные значения. В то же время необходимо упомянуть о крайней недооцененности застройщика по мультипликаторам P/B и P/S. Кроме того, по показателю EV/EBITDA Группа «Эталон» лишь чуть дороже Группы ЛСР и ГК «ПИК», в связи с этим глобальные депозитарные расписки Группы «Эталон» также можно рассмотреть в качестве объекта вложения части инвестиционного капитала, особенно учитывая будущее поступательное восстановление размера чистой прибыли застройщика. ГК «Самолет» нельзя назвать инвестиционно-привлекательной компанией в текущее время, большинство мультипликаторов свидетельствует о переоцененности эмитента в сравнении с конкурентами.

Говоря о перспективе инвестирования в акции российских строительных компаний, стоит учитывать прогноз относительно дальнейшего роста финансовых показателей девелоперов на фоне рекордного роста ипотечного кредитования и цен на недвижимость, триггерами которых стали повышенный спрос населения на жилье в условиях рыночной волатильности с начала 2020 года, а в последующем – создание программы льготного ипотечного кредитования, стартовавшей в апреле 2020 года и продленной Правительством РФ до середины 2021 года. В связи с этим, по нашему мнению, акции и депозитарные расписки отечественных девелоперов представляются довольно интересным инвестиционным инструментом в настоящее время.

Таким образом, чтобы сформировать инвестиционный портфель, состоящий из качественных и перспективных ценных бумаг, необходимо на основании финансовой отчетности эмитентов произвести расчет мультипликаторов и сопоставить в совокупности полученные результаты. Это позволит провести сравнительный анализ конкурентных предприятий, представленных одним сектором экономики. Но нужно подчеркнуть то, что сегодня даже переоцененные по мультипликаторам акции способны годами расти в цене (например, большинство американских акций компаний IT сектора). Такая ситуация возникает по причине огромной ликвидности фондового рынка или психологического «эффекта толпы», когда люди инвестируют необдуманно, лишь на

основании чужих мнений. Поэтому, даже несмотря на то, что мультипликаторы имеют важное значение при разработке инвестиционной стратегии, при вложении собственного капитала не стоит полагаться исключительно на них, необходимо проводить комплексный фундаментальный и технический анализ.

Список использованной литературы

1. Выступление Эльвиры Набиуллиной на совместном заседании профильных комитетов Госдумы по Основным направлениям денежно-кредитной политики на 2021-2023 годы // Банк России. – Москва, 2020. – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=8258> (дата обращения: 10.12.2020).

2. Обзор финансовой стабильности // Банк России. – Москва, 2020. – № 2 (17). – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/31582/OFS_20-2.pdf (дата обращения: 10.12.2020).

3. Обзор рынка ипотеки в октябре 2020 года // ДОМ.РФ. – Москва, 2020. – URL: <https://дом.рф/upload/iblock/7a7/7a7e5e4be35cc757c29a79f7e1c5c494.pdf> (дата обращения: 10.12.2020).

4. Московская биржа начнет рассчитывать индексы информационных технологий и строительных компаний // Московская биржа. – Москва, 2020. – URL: <https://www.moex.com/n31411/?nt=108> (дата обращения: 09.12.2020).

5. Группа ЛСР. – Санкт-Петербург, 2020. – URL: <https://www.lsrgroup.ru/investors-and-shareholders/disclosure-of-information> (дата обращения: 11.12.2020).

6. Группа Самолет. – Москва, 2020. – URL: <https://samolet.ru/investors/documents/> (дата обращения: 11.12.2020).

7. Группа Эталон. – Санкт-Петербург, 2020. – URL: <https://www.etalongroup.com/ru/investoram/godovye-otchety-i-finansovaja-otchetnost/> (дата обращения: 11.12.2020).

8. ПИК. – Москва, 2020. – URL: <https://www.pik.ru/about/news-and-reports/financial-results> (дата обращения: 11.12.2020).