

**Коробков Д.В.,**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів і оподаткування  
Національного технічного університету  
“Харківський політехнічний інститут”

### **МУЛЬТИПЛІКАТОРИ ОЦІНКИ АКЦІЙ, ЯКІ ВРАХОВУЮТЬ РЕНТАБЕЛЬНІСТЬ, СТРУКТУРУ КАПІТАЛУ І РИЗИК КОМПАНІЇ**

*Окреслено підхід до оцінки акцій на основі аналізу мультиплікаторів. Запропоновано в інвестиційному аналізі додатково використовувати нові мультиплікатори, які враховують рентабельність, структуру капіталу та ступінь сукупного ризику компанії.*

*The approach to the estimation of stock based on an analysis of multipliers is outlined. In the study, the author suggests an investment analysis in addition to the use of new proposed multipliers which consider profitability, capital structure and the degree of overall risk of a company.*

**Ключові слова:** ринок цінних паперів, оцінка акцій, мультиплікатори, рентабельність, структура капіталу, ризик.

Фондовий ринок є невід’ємним механізмом функціонування ринкової економіки відкритого типу. Виконувані ним функції у довгостроковій перспективі сприяють не тільки підвищенню темпів приросту національного продукту завдяки перерозподілу капіталів і надходженню іноземних інвестицій, а й поліпшенню добробуту населення в цілому, що забезпечується за рахунок більшої зайнятості та можливості отримання альтернативних джерел доходів. Тому як держава, так і бізнес зацікавлені в розвитку вітчизняного фондового ринку. Це підтверджують прийняття Програми розвитку фондового ринку України на 2011—2015 роки<sup>1</sup>, збільшення кількості юридичних осіб з відповідними ліцензіями для проведення підприємницької діяльності на ринку капіталів, поява в першій половині 2010 року в обігу такого фінансового інструмента, як ф’ючерс на фондовий індекс Української біржі<sup>2</sup>.

Переважає більшість операцій на вітчизняному ринку капіталів відбувається з пайовими цінними паперами (іншими словами — акціями підприємств). Саме на їх основі різні учасники фондового ринку (серед яких особливо слід відзначити інститути спільного інвестування<sup>3</sup> і юридичних осіб зі статусом нерезидентів) формують свої інвестиційні портфелі. На наш погляд, ці дві групи учасників здатні акумулювати значні фінансові ресурси і впливати на загальні ринкові тенденції.

---

<sup>1</sup> [http://www.ssmc.gov.ua/\(S\(01345qvfxguwau55bgf0gfvh\)\)/ShowPage.aspx?PageID=742&AspxAutoDetectCookieSupport=1](http://www.ssmc.gov.ua/(S(01345qvfxguwau55bgf0gfvh))/ShowPage.aspx?PageID=742&AspxAutoDetectCookieSupport=1).

<sup>2</sup> <http://ux.com.ua/s146>.

<sup>3</sup> Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 № 2299-III (зі змінами та доповненнями).

Практичний досвід роботи на фондовому ринку показує, що як ці групи, так і переважна більшість інших професійних учасників фондового ринку і приватних інвесторів найчастіше обґрунтовують прийняття своїх торговельних рішень і формування інвестиційних портфелів з позиції однієї з головних складових фундаментального аналізу — оцінки цільової (справедливої, оціночної, істинної чи внутрішньої) вартості цінних паперів.

Розгляду питань, пов'язаних з оцінкою акцій, присвячено багато досліджень, результати яких мають науково-прикладний характер. Особливе місце серед науково обґрунтованих і практично значущих підходів займають моделі дисконтування грошових потоків (дохідний підхід) і порівняння з аналогами (порівняльний метод). Слід зазначити, що існують також й інші економіко-математичні моделі та підходи до оцінки справедливої вартості акцій, наприклад, такі як EVA (*Economic Value Added* — економічна додана вартість), SVA (*Shareholders Value Added* — додана акціонерна вартість), витратний підхід тощо. Однак на практиці їх застосування обмежене, оскільки воно ґрунтується на специфіці бізнесу підприємства, особливих умов і цілей процедури оцінки або на інших виняткових факторах.

Сьогодні у практиці інвестиційного аналізу найбільш поширеним підходом до оцінювання компанії в цілому або її частини, представленої пайовими цінними паперами, є метод мультиплікаторів (порівняння з аналогами), заснований на визначенні спеціальних ринкових коефіцієнтів відношення ринкової ціни однієї акції (P) або загальної вартості компанії (EV) до певних економічних показників, які характеризують її діяльність, з подальшим порівнянням отриманих значень із середньогалузевими даними. На основі добутку відносних відхилень знайдених мультиплікаторів (із задалегідь присвоєними певними ваговими коефіцієнтами) від аналогічних середньогалузевих показників робиться висновок про рівень недооцінки або переоцінки досліджуваного об'єкта.

Фундаментальна дослідницька робота з оцінки акцій з допомогою методів порівняння з аналогами, що має науково-прикладний характер, була проведена видатним економістом і професійним інвестором Б. Грехемом у 1949 році<sup>4</sup>. Результатом його праці стала поява нового напрямку роботи на ринку цінних паперів — інвестування на основі цінності (*value investing*). Всебічне дослідження економічної сутності та аналіз результатів застосування на практиці як найчастіше використовуваних мультиплікаторів, так і їх різновидів, здійснено професором фінансів Школи бізнесу Леонарда Стерна Нью-Йоркського університету А. Дамодараном<sup>5</sup>. З науково-дослідницьких робіт, які мають вагому практичну цінність, на теренах Східної Європи особливо виділяється праця

---

<sup>4</sup> Грехем Б., Цвейг Дж. Разумный инвестор: Пер. с англ. — М.: ИД “Вильямс”, 2008. — 672 с.

<sup>5</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — С. 607—761.

вченого-економіста О. Чиркової<sup>6</sup>, в якій розкрито не тільки сутність специфічних аспектів методики оцінки, заснованої на порівнянні з аналогами, а й механізми їх застосування до країн, що розвиваються, до яких, у свою чергу, належить і Україна.

Отже, метод оцінки цінних паперів на основі порівняння з аналогами має прикладний характер і особливо актуальний для фондового ринку України, який нині перебуває на стадії розвитку. Для розкриття цього напрямку наведемо загальну характеристику мультиплікаторів, які найчастіше застосовуються у практиці інвестиційного аналізу:

— P/E (ринкова ціна однієї акції / прибуток, що припадає на одну акцію). На розвинутих ринках цей показник є одним з ключових, на основі аналізу значень якого робиться висновок про рівень привабливості акціонерних компаній. Істотним недоліком даного мультиплікатора є те, що він не може застосовуватися за від'ємних значень прибутку компанії (тобто у разі збитків). Крім того, вітчизняні компанії з метою зниження податкового навантаження можуть навмисно подавати в бухгалтерській формі звітності № 2 “Звіт про фінансові результати” занижене значення рядка 220 “Чистий прибуток”, що, у свою чергу, перекручує дійсне значення мультиплікатора P/E;

— P/S (ринкова ціна однієї акції / продажі, що припадають на одну акцію). Порівняно з попереднім перевагою застосування даного мультиплікатора на ринках цінних паперів, що розвиваються, є те, що він менш схильний до виниклих внаслідок маніпуляцій з бухгалтерською звітністю розбіжностей між отриманими і дійсними значеннями;

— P/BV (ринкова ціна однієї акції / балансова вартість, яка припадає на одну акцію). Даний коефіцієнт не пов'язаний з показниками прибутковості компанії, проте характеризує величину власного капіталу, що припадає на одну акцію. Таким чином, він є одним із мультиплікаторів, з допомогою якого можна опосередковано оцінювати ступінь захищеності від ризику при здійсненні інвестицій у досліджувані акції;

— P/CF (ринкова ціна однієї акції / грошовий потік, що припадає на одну акцію). Даний мультиплікатор характеризує величину коштів, що припадають на одну акцію, яку компанія може спрямувати на реінвестування в основний вид діяльності, виплату дивідендів, зворотний викуп акцій тощо;

— P/Div (ринкова ціна однієї акції / дивіденди, що припадають на одну акцію). Даний мультиплікатор використовується для внутрішньогалузевого порівняння політик компаній щодо дивідендних виплат;

— PEG Ratio (ринкова ціна однієї акції / прибуток, що припадає на одну акцію / темп зростання прибутку, що припадає на одну акцію). Даний мультиплікатор

---

<sup>6</sup> Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 190 с.

дозволяє порівнювати не тільки прибуток компаній, що припадає на одну акцію, а й темп його зростання;

—  $P/NA$  (ринкова ціна однієї акції / чисті активи, що припадають на одну акцію) і  $P/NWC$  (ринкова ціна однієї акції / чистий оборотний капітал, що припадає на одну акцію). Дані показники, подібно до коефіцієнта  $P/BV$ , опосередковано характеризують ступінь надійності інвестицій у досліджувані акції;

—  $EV/S$  (вартість компанії / виручка компанії). Даний мультиплікатор характеризує вартість одиниці продажів компанії;

—  $EV/EBITDA$  (вартість компанії / прибуток компанії до вирахування витрат за відсотками, сплати податків і амортизаційних відрахувань). Даний коефіцієнт часто використовується для визначення періоду повернення інвестицій.

На наш погляд, наведені оціночні мультиплікатори цінних паперів не повною мірою відображають взаємозв'язок ринкової ціни акції та факторів, які на неї впливають. Так, використовувані мультиплікатори не розглядають здатність компанії генерувати доходи, яка виражається коефіцієнтами рентабельності. Не досліджується і взаємозв'язок структури капіталу та боргового навантаження компанії відповідно до ринкової вартості однієї акції, яка у компаній з однієї і тієї самої галузі з цілком природних причин ведення бізнесу може бути різною. Також відсутні порівняльні коефіцієнти, які безпосередньо враховують фінансові та операційні ризики компанії. Таким чином, існує потреба в розробці та економічному обґрунтуванні нових порівняльних мультиплікаторів оцінки акцій, які сприятимуть всебічному інвестиційному аналізу і, як результат, більш зваженому прийняттю рішень на ринку цінних паперів.

Коефіцієнти, які оцінюють здатність компанії генерувати доходи, розглядають структуру капіталу і враховують ступінь ризику, слід подавати у вигляді мультиплікаторів, у чисельнику яких стоїть ринкова ціна акції. Це дасть можливість проаналізувати з економічної точки зору, “у скільки ринок оцінює одну одиницю показника, що розглядається”. При порівнянні даних нових мультиплікаторів різних компаній відразу стане зрозумілим, чи має місце недооцінка або переоцінка досліджуваного цінного папера. Крім того, інвестиційному аналітику буде легше зіставляти значення, які припадають на ринкову ціну однієї акції, що, у свою чергу, дозволить не тільки обґрунтованіше, а й оперативніше приймати торговельні рішення на організованому ринку цінних паперів. До показників, що характеризують здатність підприємства генерувати доходи, входять такі фінансові коефіцієнти, які стоять у знаменнику даних мультиплікаторів:

— рентабельність власного капіталу ( $ROE$ ), яка характеризує прибутковність компанії для її власників;

— рентабельність активів ( $ROA$ ), яка характеризує здатність менеджменту компанії ефективно використовувати її активи з метою отримання прибутку;

— рентабельність продажів ( $ROS$ ), яка характеризує дохід компанії з кожної грошової одиниці продажів;

— рентабельність інвестованого капіталу (ROIC), яка характеризує прибутковість компанії від використання всіх джерел фінансування (як власних, так і позикових).

Тепер наведемо характеристику запропонованих нами нових порівняльних показників у цілому. Так, мультиплікатор P/ROE, поданий формулою (1), даватиме аналітичну характеристику ринкової вартості 1 % рентабельності власного капіталу компанії:

$$P/ROE = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал}} \cdot 100\% \right)}. \quad (1)$$

Оскільки ROE є одним із пріоритетних коефіцієнтів при оцінці рівня інвестиційної привабливості пайових цінних паперів підприємства, то значущість запропонованого мультиплікатора для аналітика істотно зростає порівняно з альтернативними показниками.

Мультиплікатор P/ROA, поданий формулою (2), даватиме аналітичну характеристику ринкової вартості 1 % рентабельності активів компанії:

$$P/ROA = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{активи}} \cdot 100\% \right)}. \quad (2)$$

Мультиплікатор P/ROS, поданий формулою (3), даватиме аналітичну характеристику ринкової вартості 1 % рентабельності продажів компанії:

$$P/ROS = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка}} \cdot 100\% \right)}. \quad (3)$$

Мультиплікатор P/ROIC, поданий формулою (4), даватиме аналітичну характеристику ринкової вартості 1 % рентабельності інвестицій у компанію:

$$P/ROIC = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\text{ЕВІТ} \cdot (1 - \text{ставка податку на прибуток})}{\text{власний капітал} + \text{позиковий капітал}} \cdot 100\% \right)}, \quad (4)$$

де ЕВІТ — прибуток до вирахування відсотків і податків.

Слід зазначити, що нові запропоновані мультиплікатори — P/ROE, P/ROA, P/ROS і P/ROIC — дозволяють не тільки порівнювати ринкову оцінку певного виду рентабельності компаній, а й встановлювати об'єктивність ринкової ситуації. На основі цих фактів інвестиційним аналітиком може бути зроблений висновок про рівень недооцінки або переоцінки досліджуваних пайових цінних паперів на фондовому ринку.

Оскільки в інвестиційному аналізі успішно застосовується мультиплікатор P/BV, який характеризує таке джерело фінансування компанії, як власний капітал,

необхідно також запропонувати мультиплікатори, які враховуватимуть величину позикового фінансування і сукупний капітал. Група показників, які характеризують структуру капіталу, має бути представлена сукупним борговим навантаженням (Debt) підприємства і сумарним інвестованим капіталом (IC).

Мультиплікатор P/Debt, поданий формулою (5), даватиме аналітичну характеристику ринкової вартості величини позикового капіталу, що припадає на одну акцію:

$$P/Debt = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\text{позиковий капітал}}{\text{кількість акцій}} \right)}. \quad (5)$$

Мультиплікатор P/IC, поданий формулою (6), даватиме аналітичну характеристику ринкової вартості величини сукупного інвестованого в компанію капіталу, що припадає на одну акцію:

$$\begin{aligned} P/IC &= \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\text{інвестований капітал}}{\text{кількість акцій}} \right)} = \\ &= \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\text{власний капітал} + \text{позиковий капітал}}{\text{кількість акцій}} \right)}. \end{aligned} \quad (6)$$

Мультиплікатори P/Debt і P/IC сприятимуть якіснішому інвестиційному аналізу, отже, прийняттю обґрунтованіших торговельних рішень на ринку цінних паперів.

Показник, який характеризує ступінь ризику досліджуваного цінного папера, на наш погляд, слід подавати у вигляді коефіцієнта комбінованого левериджу DCL (*Degree of Combined Leverage*), що відображає взаємозв'язок виручки, витрат виробничого та фінансового характеру і чистого прибутку компанії. Цей коефіцієнт дорівнює добутку коефіцієнта фінансового левериджу DFL (*Degree of Financial Leverage*), який характеризує можливість впливу на прибуток компанії через зміну співвідношення власних і позикових коштів, і коефіцієнта операційного левериджу DOL (*Degree of Operating Leverage*), який характеризує зміну прибутку внаслідок зміни структури собівартості та обсягу випуску продукції. Таким чином, можна запропонувати мультиплікатор P/DCL, який надає аналітичну характеристику ринкової вартості величини сукупного ризику компанії і поданий формулою (7):

$$P/DCL = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{DCL} = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\left( \frac{\% \text{ Change in EPS}}{\% \text{ Change in Sales}} \right)}, \quad (7)$$

де % Change in EPS — процентна зміна прибутку, що припадає на одну акцію;  
% Change in Sales — процентна зміна виручки від реалізації.

Слід зауважити, що за нульового значення прибутку компанії (бухгалтерська форма № 2 української звітності, рядок 220) мультиплікатори P/ROE, P/ROA і P/ROS розрахувати не можна, оскільки у знаменнику буде нуль. Крім того, через низький рівень ліквідності ряду пайових цінних паперів, що котируються на Українській біржі, порівняльні мультиплікатори можуть бути обчислені некоректно (особливо це стосується акцій третього ешелону). Таким чином, подальші дослідження запропонованих й обґрунтованих порівняльних коефіцієнтів бажано спрямувати на розробку альтернативних показників, які характеризуватимуть здатність компанії генерувати дохід за нульового значення прибутку і нівелювати низький рівень ліквідності акцій, що котируються.

На нашу думку, запропоновані мультиплікатори оцінки пайових цінних паперів можна успішно застосовувати в інвестиційному аналізі як додаток до вже наявних порівняльних показників. Дані коефіцієнти досліджуватимуть взаємозв'язок між ринковою ціною акції, здатністю компанії генерувати доходи, структурою її капіталу і рівнем ризику. Розроблені та обґрунтовані порівняльні показники сприятимуть зменшенню суб'єктивізму під час прийняття інвестиційних рішень, що, у свою чергу, може позитивно позначитися на результатах торговельних операцій з акціями.