

Мультипликатор EV/EBITDA

Что такое отношение EV/EBITDA

Показатель Стоимость предприятия/EBITDA (Enterprise Value/EBITDA, EV/EBITDA) используют в сравнительной оценке стоимости компаний. Формула показателя очевидна из его названия:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA}$$

Мультипликатор **EV/EBITDA** используется как альтернатива известному показателю **P/E**, но в данном случае акцент в измерениях смещается от стоимости акционерного капитала к стоимости всего бизнеса. Две главные компоненты этой стоимости: собственный капитал и долг. Таким образом, показатель **EV/EBITDA** оценивает капитал компании без разделения на источники финансирования, а в качестве доходности использует не прибыль, оставшуюся у акционеров, а показатель **EBITDA**, который не учитывает расходы на заемный капитал.

Преимущества и недостатки EV/EBITDA

Оценка стоимости всей компании, без учета влияния долга, имеет свои преимущества и недостатки. Наиболее значимые преимущества:

- Чистая прибыль компании нередко бывает отрицательной и вообще может существенно колебаться год от года. Это не всегда означает изменение рыночной стоимости компании, если такие колебания краткосрочны, но повлияет на оценку, основанную на прибыли. С другой стороны, показатель **EBITDA** более стабилен, он обычно положителен для нормально работающего бизнеса, а значит расчеты будут работать для всех компаний.
- Оценка не учитывает использование долга, поэтому статистика для расчета мультипликатора может быть собрана среди компаний с разной долговой нагрузкой.
- С помощью **EV/EBITDA** можно сравнивать компании, которые в различной степени используют капиталовложения.

Последний пункт является еще и главным недостатком **EV/EBITDA**. Игнорирование расходов на капитальные вложения позволяет применять его к компаниям с разным капиталом, но одновременно ведет к тому, что капиталоемкость бизнеса больше не учитывается в оценке. Между тем, две компании из одной отрасли могут выглядеть так:

	EBITDA	Оборудование	CAPEX	FCFF
Компания 1	1 000	2 000	200	800
Компания 2	1 000	6 000	600	400

В этом примере обе компании имеют одинаковую прибыль до вычета налогов, процентов и амортизации, поэтому оценка на основе показателя EV/EBITDA даст одинаковый результат.

Однако Компания 2 использует в три раза больше оборудования. Регулярные инвестиции в обновление этого оборудования здесь оценены на уровне 1/10 от его стоимости, поэтому ежегодно компания будет вынуждена тратить на капвложения (CAPEX) не 200, а 600 млн руб. В результате для оплаты используемого капитала (выплату процентов по кредитам и дивиденды) остается в два раза меньше денег, чем у Компании 1.

Эта деталь упускается в оценке на основе EV/EBITDA и поэтому оценка, использующая свободный денежный поток компании (FCFF) считается более корректным подходом.

Пример использования мультипликатора EV/EBITDA

Предположим, что мы хотим оценить стоимость российской торговой сети О'Кей. Это публичная компания, и в России есть еще три крупных публичных торговых сети: Магнит, X5 и Лента.

Соберем данные об этих компаниях на апрель 2021 года:

Компания	EV/EBITDA, 2021E	EV/EBITDA, 2022E
Магнит	5,5	5,1
X5	5,8	5,4
Лента	4,1	4
Среднее	5,1	4,8

Предположим, мы ожидаем, что О'Кей получит в 2021 году EBITDA на уровне 15 млрд руб. В этом случае общую стоимость бизнеса можно оценить на уровне:

$$15 * 5,1 = 76,5 \text{ млрд руб.}$$

Однако это не стоимость акционерного капитала, так как из этой суммы надо вычесть стоимость долга, равную 36,2 млрд. руб. Получаем 40 млрд руб., в то время как рыночная оценка находится на уровне 15 млрд руб.

Можно было бы сказать, что компания значительно недооценена, и ее акции стоит приобрести. Но не надо забывать, что расчет на основе EV/EBITDA — это лишь очень предварительная оценка и для окончательного вывода предстоит изучить все детали бизнеса.