

Вестник МИРБИС. 2025. № 1 (41): С. 113–124.

Vestnik MIRBIS. 2025; 1 (41): 113–124.

Научная статья

УДК: 658.15:330.322

DOI: 10.25634/MIRBIS.2025.1.13

Адаптация методики финансового анализа при оценке инвестиционной привлекательности девелоперских компаний

Алексей Владимирович Митенков^{1,2}, Игорь Евгеньевич Жилкин¹, Матвей Антонович Рубес¹

1 Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС», Москва, Россия.

2 amit-77@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0003-3146-621X>

Аннотация. Анализ финансовой отчетности компаний занимает ключевое место при оценке их справедливой стоимости и инвестиционной привлекательности. Это один из важнейших этапов фундаментального анализа компаний, широко используемого на фондовом рынке. На его основе можно сделать выводы не только о текущем финансовом положении, но и о перспективах развития бизнеса и изменении капитализации рассматриваемой компании, используя методы сравнительной оценки по рыночным мультипликаторам с аналогичными компаниями или доходный подход на основе прогнозов финансовых показателей. Методика финансового анализа широко известна и включает в себя расчет большого количества показателей-коэффициентов, структурный анализ показателей, вертикальный и горизонтальный анализ. Однако стандартные формулы расчета ряда показателей не всегда отражают отраслевую специфику рассматриваемого объекта инвестирования, что может привести к неверным выводам о его инвестиционной привлекательности. Поэтому в рамках оценки инвестиционной привлекательности крупнейших российских девелоперских компаний с позиции частного инвестора были предложены новые подходы к формулам расчета отдельных показателей. Помимо этого, важно обратить внимание на выбор вида финансовой отчетности для проведения анализа. В большинстве случаев для частного инвестора это самый доступный и информативный источник информации о финансово-хозяйственной деятельности объекта инвестирования. Большинство крупных девелоперских компаний функционируют как группа, состоящая из нескольких юридических лиц. Поэтому в качестве источника для проведения финансового анализа должна выбираться консолидированная отчетность по МСФО. Выбор индивидуальной финансовой отчетности по РСБУ отдельных компаний, входящих в группу, не будет отражать всю совокупность операций и также может привести к кардинально неверным выводам об инвестиционной привлекательности объекта инвестирования.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, фундаментальный анализ, анализ финансовой отчетности, рыночные мультипликаторы, финансовые коэффициенты, экономика строительства, расчеты в строительстве.

Для цитирования: Митенков А. В. Адаптация методики финансового анализа при оценке инвестиционной привлекательности девелоперских компаний / А. В. Митенков, И. Е. Жилкин, М. А. Рубес. DOI: 10.25634/MIRBIS.2025.1.13 // Вестник МИРБИС. 2025; 1: 113–124.

JEL: M40

Original article

Adaptation of the financial analysis methodology in assessing the investment attractiveness of development companies

Alexey V. Mitenkov^{3,4}, Igor E. Zhilkin¹, Matvey A. Rubes¹

3 National University of Sciens and Technklogy "MISIS", Moscow, Russia.

4 amit-77@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0003-3146-621X>

Abstract. The analysis of financial statements of companies occupies a key place in assessing their fair value and investment attractiveness. This is one of the most important stages of fundamental analysis of companies, which is widely used in the stock market. Based on it, conclusions can be drawn not only about the current financial situation, but also about the prospects for business development and changes

in the capitalization of the company in question, using methods of comparative assessment by market multipliers with similar companies or a profitable approach based on forecasts of financial indicators. The methodology of financial analysis is widely known and includes the calculation of a large number of indicators-coefficients, structural analysis of indicators, vertical and horizontal analysis. However, standard formulas for calculating several indicators do not always reflect the industry specifics of the investment object in question, which can lead to incorrect conclusions about its investment attractiveness. Therefore, as part of the assessment of the investment attractiveness of the largest Russian development companies from the perspective of a private investor, new approaches to formulas for calculating individual indicators were proposed. In addition, it is important to pay attention to the choice of the type of financial statements for analysis. In most cases, for a private investor, this is the most accessible and informative source of information about the financial and economic activities of the investment object. Most large development companies operate as a group consisting of several legal entities. Therefore, consolidated financial statements in accordance with IFRS should be selected as the source for financial analysis. The choice of individual financial statements according to RAS for individual companies within the group will not reflect the totality of transactions and may also lead to radically incorrect conclusions about the investment attractiveness of the investment object.

Key words: investment attractiveness, fundamental analysis, financial reporting analysis, market multipliers, financial coefficients, construction economics, construction calculations.

For citation: Mitenkov A. V. Adaptation of the financial analysis methodology in assessing the investment attractiveness of development companies. By A. V. Mitenkov, I. E. Zhilkin, M. A. Rubes. DOI: 10.25634/MIRBIS.2025.1.13. *Vestnik MIRBIS*. 2025; 1: 113–124 (in Russ.).

JEL: D70

Введение

В условиях экономической и геополитической нестабильности принятие инвестиционных решений представляет собой высокорисковый процесс для инвесторов. Важным аспектом таких решений является количественная объективная база экономических показателей, которая полноценно отражает условия хозяйствования предприятия, а также его отраслевую специфику. Задача экономической науки в части данного предмета исследования — обеспечить инвесторам полную, достоверную и объективную информацию для принятия квалифицированного и осознанного решения.

Вопросами повышения эффективности деятельности отраслей промышленности и снижением рисков инвесторов и других стейкхолдеров путем повышения объективности принимаемых решений на основе объективизированных количественных метрик посвящены труды ряда ученых и практиков [Управление экономической эффективностью... 2024; Калинина 2024; Финансовый менеджмент... 2016; Уколов 2023; Уколов 2023а; Жагловская 2024; Механизмы трансформации... 2024; Сборщиков 2024; Складорова 2024].

В процессе исследования подходов к оценке инвестиционной привлекательности девело-

перских компаний² авторы применяют методы оценки основанные на анализе финансовой отчетности с расчетом отдельных коэффициентов и их последующим обобщением для комплексной оценки, другие используют как отдельные показатели и коэффициенты, так и данные о динамике стоимости акций для расчета мультипликаторов в целях сравнительной оценки или применения доходного метода. В рамках первого подхода используется информация, раскрываемая в финансовой отчетности компаний, в рамках второго — добавляется биржевая информация.

Так в рамках первого подхода можно отметить работы Н. Е. Фоминой [Фомина 2018] и В. А. Гребенниковой, В. А. Вареникова [Гребенникова 2021], где авторы предлагают использовать такие коэффициенты как текущая ликвидность, оборачиваемость активов, рентабельность по чистой

2 В исследовании под девелоперами понимаются компании-застройщики. В соответствии с №214-ФЗ от 30.12.2004 — это хозяйственные общества, которые имеют опыт (не менее трех лет) участия в строительстве многоквартирных домов общей площадью не менее пяти тысяч квадратных метров в совокупности, при наличии разрешений на строительство, полученных в порядке, установленном законодательством о градостроительной деятельности. См. Российская Федерация : Законы : Федеральный закон : Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации : №214-ФЗ от 30.12.2004. Текст : электронный // Гарант : информационно-правовой портал. URL: <https://base.garant.ru/12138267/> (дата обращения 02.04.2025).

прибыли или использовать в качестве оценки инвестиционной привлекательности семифакторную модель, основанную на расчете группы финансовых коэффициентов. Следует отметить, что в данных исследованиях для расчетов используется индивидуальная отчетность по российским стандартам бухгалтерской отчетности (далее РСБУ), при этом не раскрыто, почему именно данный вид финансовой отчетности был выбран для анализа, а не консолидированная финансовая отчетность по международным стандартам финансовой отчетности (далее МСФО).

В рамках второго подхода в исследовании Д. Альфараго и Л. Бахтияр [Alfarago 2023] сделан акцент на сравнении рыночных мультипликаторов цена/прибыль (*англ.* P/E — price/earnings, адаптированного P/E — price/earnings), а в исследовании М. С. Нордина, Н. Рахима Х. Аднана [Nordin 2019] в качестве одного из факторов — результат, полученный на основе расчета стоимости по модели дисконтированных дивидендов. Отметим, что финансовые коэффициенты из стандартной методики анализа практически не используются, нет упоминания и о виде финансовой отчетности – индивидуальной или консолидированной, использованной в анализе. Основной акцент делается на сравнительном анализе мультипликаторов, без детального анализа сути показателей в финансовой отчетности.

Методика финансового анализа широко известна и включает в себя расчет большого количества показателей-коэффициентов, структурный анализ показателей, вертикальный и горизонтальный анализы, так И. Ю. Евстафьевой и В. А. Черненко предлагается к рассмотрению 50-60 показателей и коэффициентов [Финансовый анализ 2024]. Однако вопрос использования определенных стандартов бухгалтерской отчетности не рассматривается.

Частный инвестор при использовании методики для анализа инвестиционной привлекательности конкретной компании может столкнуться с рядом высокорисковых инвестиционных аспектов принятия решения, в частности:

- какой формат отчетности следует использовать для анализа — индивидуальную по РСБУ или консолидированную по МСФО?
- Какие показатели из обширного множества выбрать как наиболее важные и существенные для рассматриваемого объекта инве-

стирования с учетом его принадлежности к определенной отрасли?

- Требуется ли корректировка порядка расчета отдельных показателей или рекомендуемых нормативов по стандартной методике с учетом специфики отраслевой деятельности анализируемой компании?

В работе предлагаются новые решения на указанные исследовательские вопросы.

Методологические основы

Теоретико-методологическим базисом проведенного исследования стали труды отечественных и зарубежных авторов, посвященные вопросам предмета исследования. Применены методы аналитико-синтетической обработки научной информации и сравнительного анализа этих источников, что помогает выделить общие черты, особенности и взаимосвязи между понятиями и категориями методики финансового анализа при оценке инвестиционной привлекательности девелоперских компаний. Это позволяет предложить новые научные аспекты в отношении предмета исследования.

Результаты и обсуждения

Выбор форматов финансовой отчетности

При выборе видов финансовой отчетности авторы рекомендуют принимать во внимание следующее.

В Российской Федерации на законодательном уровне установлены два вида финансовой отчетности — индивидуальная по РСБУ и консолидированная по МСФО.

Индивидуальная финансовая отчетность по РСБУ является обязательной и регламентируется совокупностью норм, закрепленных в федеральных законах РФ, например, №402-ФЗ «О бухгалтерском учете» от 06.11.2011 г., в котором заключены основные положения о применении данной системы отчетности, а также рядом нормативных документов, входящих в Положения по бухгалтерскому учету, утвержденные Министерством Финансов РФ³. Именно данный формат отчетности является основным и обязательным к исполнению всеми хозяйствующими субъектами, зарегистрированными в РФ. Данный вид отчетности передается в налоговые органы и используется

3 Российская Федерация : Законы : Федеральный закон : N 402-ФЗ от 6 декабря 2011 г. : О бухгалтерском учете. Текст : электронный // Гарант : информационно-правовой портал. URL: <https://base.garant.ru/70103036/> (дата обращения 02.04.2025)..

в том числе для исчисления налогооблагаемой базы и сбора статистической информации на государственном уровне.

Обязанность подготовки консолидированной финансовой отчетности по МСФО вытекает из федерального закона №208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности» от 27.07.2010, но распространяется она только на общественно значимые компании¹. К ним относятся банки, страховые компании, а также компании чьи ценные бумаги включены в котировальные списки, т.е. торгуются на биржах. Для большинства российских компаний этот вид отчетности не является обязательным, поэтому может формироваться и публиковаться на добровольной основе. Подобную практику применяют компании, заинтересованные в привлечении внешних инвестиций или являющиеся крупными участниками международных коммерческих отношений.

Первичный анализ двух видов финансовой отчетности крупных девелоперских компаний показывает, что консолидированная отчетность по МСФО намного более информативна: общая отчетность по РСБУ может занимать до 10 страниц без расшифровок отдельных пунктов по структуре выручки, доходов и расходов, активов и пассивов, информации о деятельности дочерних предприятий и других факторов; а отчетность по МСФО может занимать 100 и более страниц. Как итог, она в большей степени раскрывает информацию о результатах деятельности компании, рисках, показателях деятельности и отраслевых факторах, которые на эти результаты повлияли в текущем и прошлом году, но также и о перспективе будущих периодов.

В рамках исследования инвестиционной привлекательности крупных девелоперских компаний со стороны инвестора глубоко не изучались различия в формировании отдельных статей по РСБУ и МСФО. Основной фокус внимания был направлен на изучение отличий консолидированного формата отчетности по МСФО и индивидуальной отчетности по РСБУ и соответствующих показателей для проведения первичного финансового анализа.

Проведено сравнение отдельных коэффициен-

тов по методике оценки инвестиционной привлекательности согласно Фоминой Н. Е. по форматам РСБУ и МСФО на основе отчетности крупнейшего российского девелопера ПАО «ПИК-СЗ»², таблица 1.

Таблица 1. Сравнение инвестиционной привлекательности ПАО «ПИК-СЗ» на основе балльной оценки (в сокращенном виде) по разным видам отчетности за 2021 и 2023 года

	РСБУ		МСФО	
	2021	2023	2021	2023
Коэффициент текущей ликвидности	2,4	4,4	2,5	3,2
Коэффициент оборачиваемости активов	0,1	0,2	0,6	0,5
Рентабельность по чистой прибыли, %	292	69	21	9

Источник: составлено авторами

Расчеты в таблице 1 показывают отличие отдельных показателей в несколько раз. Важно, прежде всего, обратить внимание на существенное отличие в рентабельности по чистой прибыли. Основываясь на индивидуальной отчетности по РСБУ ПАО «ПИК-СЗ» в 2021 году показала рентабельность в 292 %, а по МСФО всего лишь 21 %. Такой значительный разрыв может привести к принятию неверного инвестиционного решения, которое может в последствии обернуться финансовыми потерями для инвестора.

Альтернативно проведен расчет интегральной рентабельности (таблица 2) на основании семифакторной модели оценки инвестиционной привлекательности, предложенной В. А. Гребенниковой и В. А. Варениковым, с использованием формулы [Гребенникова 2021]:

$$R_a = \frac{P}{N} * \frac{N}{OA} * \frac{OA}{KO} * \frac{KO}{DZ} * \frac{DZ}{KZ} * \frac{KZ}{ZK} * \frac{ZK}{CA} \quad (1)$$

Где,

R_a — рентабельность активов;

N — выручка от реализации;

P — прибыль от продаж;

OA — оборотные активы;

KO — краткосрочные обязательства;

DZ — дебиторская задолженность;

KZ — кредиторская задолженность;

1 Российская Федерация : Законы : Федеральный закон : N 208-ФЗ от 27 июля 2010 г. : О консолидированной финансовой отчетности // Гарант : информационно-правовой портал. URL: <https://base.garant.ru/12177506/> (дата обращения 02.04.2025).

2 Данные отчетности получены из Центра раскрытия корпоративной информации Интерфакс. URL: <https://e-disclosure.ru/> (дата обращения 02.04.2025)..

ЗК — заемный капитал;

ЧА — чистые активы.

Таблица 2. Сравнение показателя рентабельности чистых активов (инвестиционной привлекательности) ПАО «ПИК-СЗ» на основе семифакторной модели по разным системам отчетности за 2021 и 2023 года

РСБУ		МСФО	
2021	2023	2021	2023
0,078	0,101	0,107	0,108

Источник: составлено авторами

Расчет инвестиционной привлекательности ПАО «ПИК-СЗ» по двум видам отчетности показал существенное различие итоговых метрик в 2021 году. Основная причина таких отличий состоит в том, что крупные девелоперские компании функционируют как группа юридических лиц, связанных единым контролем со стороны акционеров, которые решают определенные задачи в рамках общего бизнеса группы. Между ними осуществляются различного вида финансово-хозяйственные операции, которые имеют существенное влияние на индивидуальную отчетность отдельных юридических лиц, входящих в группу. При этом в целом для показателей всей группы они имеют нейтральный характер. Поэтому при подготовке консолидированной отчетности применяются методы элиминации внутригрупповых оборотов, внутригрупповой маржи и ряд других инструментов для формирования показателей отчетности группы как единого бизнеса.

Исходя из вышесказанного, авторы считают верным в качестве источника для проведения финансового анализа инвесторам использовать данные консолидированной отчетности по МСФО. Выбор индивидуальной финансовой отчетности по РСБУ отдельных компаний, входящих в группу, не будет отражать всю совокупность операций и также может привести к неверным выводам об инвестиционной привлекательности объекта инвестирования. Отметим, что в рамках исследования не рассматривались подходы и методы суммирования индивидуальных финансовых отчетностей в рамках группы юридических лиц, которые могут быть применены частными инвесторами как приближенные при отсутствии опубликованной консолидированной отчетности для укрупненной оценки инвестиционной привлекательности в условиях ограниченной информации по внутригрупповым оборотам.

Подход к выбору показателей для проведения финансового анализа

Как уже было отмечено, различные методики финансового анализа могут охватывает более 60 показателей. Расчет всей этой совокупности показателей и выводы по каждому отдельному показателю, в т. ч. с учетом динамики изменения по годам не только трудоемка, но и может привести к противоречивой картине финансового положения и динамике ее изменения. Для корректной интерпретации по большинству показателей требуется более подробная информация о хозяйственных операциях компании, которые не раскрываются в публичной отчетности и доступны только менеджменту и контролирующим компанию лицам.

Среди пользователей финансовой отчетности можно выделить следующие категории заинтересованных сторон, которые имеют разные интересы (следовательно, и фокус на определенные показатели и коэффициенты), уровень доступа к информации о хозяйственной деятельности и возможности влияния на деятельность компании:

1. Руководство компании
2. Контролирующие акционеры и их представители в органах корпоративного управления
3. Кредиторы — банки и иные организации, вступающие в договорные отношения с компанией (поставщики, заказчики, покупатели и др.)
4. Государственные органы (налоговые, органы местного управления, лицензирующие, надзорные и пр.)
5. Миноритарные акционеры, к категории которых относятся частные инвесторы.

Среди указанных категорий частные инвесторы (именно с их позиции проводилось исследование) имеют самый низкий уровень доступа к информации и самый низкий уровень влияния. По существу, кроме голосования на общем собрании акционеров, у них есть только возможность распоряжаться своими акциями – покупать, продавать или держать. Следовательно, фокус внимания и выбор показателей при анализе финансовой отчетности должен быть ориентирован прежде всего на принятие таких решений или рекомендаций.

Поскольку акции крупнейших девелопер-

ских компаний торгуются на бирже, то одним из способов для выбора показателей является изучение практики, которую применяют ведущие брокерские компании и аналитические агентства при формировании рекомендаций на фондовом рынке. Анализ ряда сайтов таких компаний, как ВТБ-брокер, Финам, Смарт-Лаб показал, что используются следующие категории и виды показателей:¹

1. Отдельные показатели из финансовой отчетности — выручка (S), операционная прибыль, ЕБИТДА — аналитический показатель, равный объёму прибыли до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации — (англ. EBITDA — Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), процентные расходы (англ. I), чистая прибыль (англ. E), денежные потоки от операционной (англ. CF) и инвестиционной деятельности (англ. CAPEX), свободный денежный поток (англ. FCF), дивиденды (англ. Dv), чистый долг, балансовая стоимость собственного капитала (англ. B).
2. Финансовые коэффициенты — рентабельность собственного капитала (англ. ROE), прибыль на акцию (англ. EPS), свободный денежный поток на акцию (англ. FCF), дивиденд на акцию, дивиденд на чистую прибыль, ROA, рентабельность по EBITDA, рентабельность по чистой прибыли, чистый долг/EBITDA.
3. Рыночные мультипликаторы — производные финансовые показатели с применением в формулах значения рыночной капитализации компании (англ. P) или рыночной цены акции (англ. P/E, P/B, P/S, P/CF, P/FCF), стоимость бизнеса как сумма рыночной капитализации и чистого долга (англ. EV), EV/EBITDA, дивидендная доходность.

На основе анализа значений и динамики показателей, выбранных коэффициентов и мультипликаторов используются методы сравнительной оценки с аналогичными компаниями или строятся прогнозные финансовые модели для оценки стоимости акций доходным методом. На основа-

нии полученных итоговых метрик формируются рекомендации для принятия инвестиционных решений. Необходимо отметить, что данный процесс укладывается в логику, которая изложена в исследовании М.С.А. Нордина и коллег [Nordin 2019].

Следует отметить, что аналитиками и брокерскими компаниями используется до 10 финансовых коэффициентов (категория 2). Половина из них относится к анализу доходности акционеров, три — к анализу операционной эффективности бизнеса (деловой активности) и только один можно отнести к финансовой устойчивости. Показатели оценки ликвидности не указаны, что может свидетельствовать о том, что данная группа показателей в большей степени релевантна для оценки компаний с позиций кредиторов и находящихся в тяжелом финансовом положении. Также все указанные коэффициенты и мультипликаторы используются и для анализа компаний из других отраслей, т. е. не была обнаружена какая-либо отраслевая специфика, как и в исследовании Д. Альфараго и Л. Бахтияр [Alfarago 2023].

На основании изложенных аргументов, авторы рекомендуют при проведении финансового анализа девелоперских компаний использовать, прежде всего, указанные выше показатели и коэффициенты. Это, конечно, не означает, что частный инвестор не должен анализировать и другие из большого множества, особенно если он видит в этом возможность привести дополнительные аргументы при принятии инвестиционного решения или выдаче рекомендаций.

Модификация отдельных показателей, участвующих в расчете коэффициентов и мультипликаторов

Проведенный анализ научных источников показал, что в них не раскрывается, каким образом рассчитывались финансовые коэффициенты и мультипликаторы. И если формулы расчета общеизвестны, то сами значения и их границы в отдельных случаях могут иметь вариации при выборе.

Для дальнейшего исследования предмета был проведен финансовый анализ трех крупнейших девелоперских компаний (ПИК-СЗ, ЛСР, «Самолет») на основании их публичной консолидированной финансовой отчетности по МСФО за 2018–2023 годы (за исключением 2022 года, так

¹ По данным сайтов: ВТБ Мои Инвестиции. URL: <https://broker.vtb.ru/>; Финам : финансовый портал URL: <https://www.finam.ru/>; Смарт-лаб : форум акций URL: <https://www.smart-lab.ru/> (дата обращения 02.04.2025).

как российским компаниям было разрешено не публиковать данную отчётность в рамках предотвращения попадания в санкционные списки)².

Анализ позволил идентифицировать два показателя финансовой отчетности, которые могут существенно определять количественные значения отдельных коэффициентов и мультипликаторов и, в конечном итоге, предопределять выводы инвесторов по результатам анализа.

Первый фактор — это остатки денежных средств на эскроу-счетах, которые находятся вне баланса компаний, рисунок 1. Данный вид счетов появился после 1 июля 2018 года, когда вступили в силу поправки в 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской

2 По данным Интерфакс : сервер раскрытия корпоративной информации. URL: <https://www.e-disclosure.ru/> (дата обращения 02.04.2025).

Федерации», согласно которым для всех застройщиков вводится обязательное банковское сопровождение сделок. Проектное финансирование в строительной отрасли — система финансирования строительства многоквартирных домов через эскроу-счета. Эскроу-счета — это специальные счета условного депонирования, на которых аккумулируются денежные средства граждан до завершения строительства дома. Согласно данной системе, застройщик финансирует проект за счёт собственных средств либо банковских кредитов, а средства дольщиков (покупателей квартир) со счета эскроу получает после сдачи проекта в эксплуатацию. Если до принятия указанного закона денежные средства поступали застройщику в качестве аванса от покупателей квартир, то теперь данные средства депонируются в банках, а застройщик вынужден увеличивать размер банковских кредитов до завершения строительства.



Рис. 1. Динамика остатков на эскроу-счетах крупнейших девелоперских компаний в тыс. рублей по годам.

Источник: составлено авторами.

Авторами при расчете показателя «чистый долг» по стандартной формуле рекомендуют вычитать остатки на эскроу-счетах и уже потом переходить к расчету финансовых коэффициентов (например, чистый долг/ЕВITDA) и мультипликаторов (EV, EV/ЕВITDA) на его основе. Также на величину изменения остатков на эскроу-счетах за календарный год следует увеличить денежный поток от операционной деятельности (CF) и уменьшить от

финансовой. Это увеличит свободный денежный поток (FCF) и улучшит коэффициент FCF на акцию, изменит мультипликаторы P/CF, P/FCF. На рисунке 2 продемонстрирована разница в размере чистого долга для «ПИК-СЗ», а в таблице 3 — разница в оценке финансовой устойчивости трех крупнейших компаний за 2023 год. Из таблицы 3 можно сделать вывод, что если не вычитать остатки на эскроу-счетах из чистого долга, то ПАО «ПИК-СЗ»

находится в зоне высокого, а ПАО «Самолет» повышенного риска по долговой нагрузке.

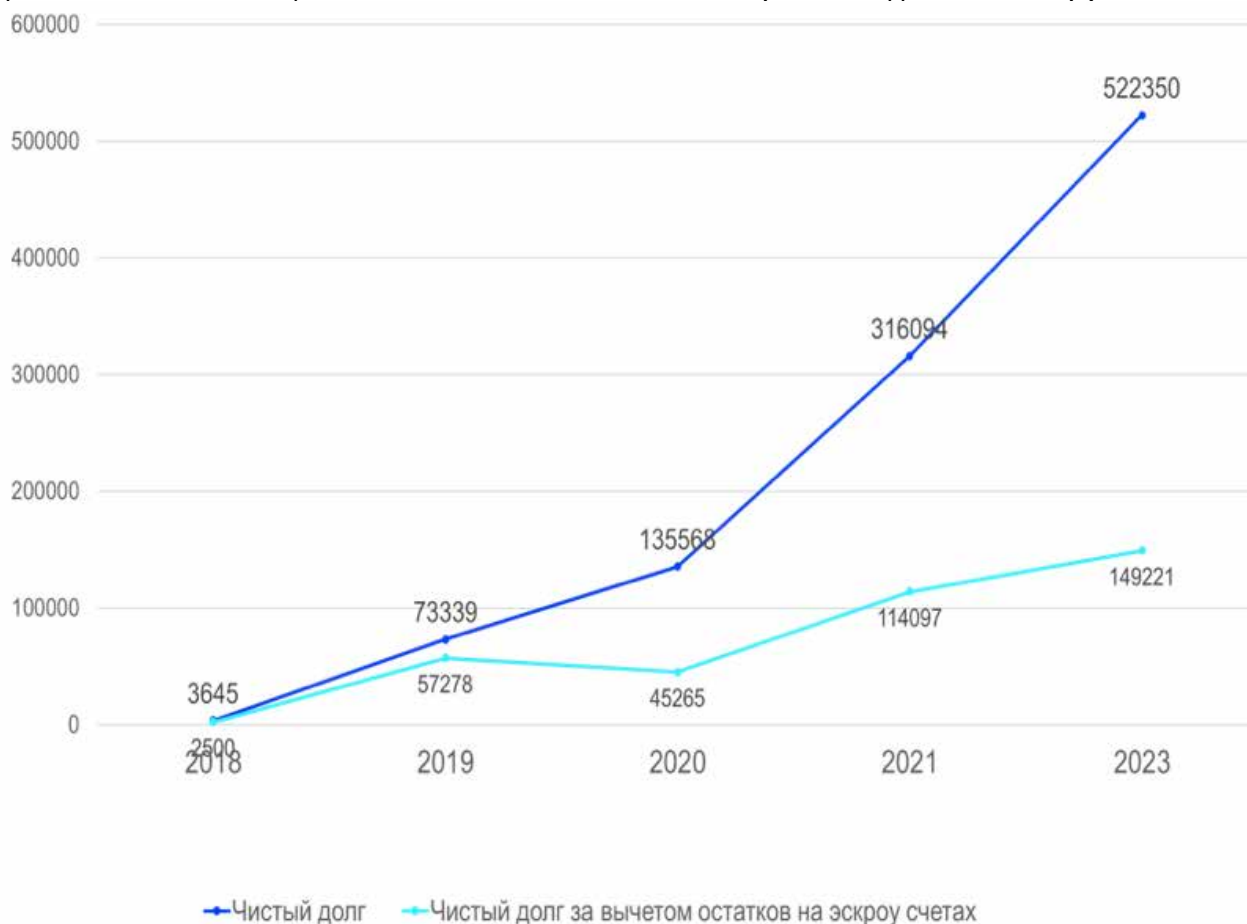


Рис. 2. Динамика чистого долга и чистого долга за вычетом остатков на эскроу-счетах ПАО «ПИК-СЗ» в тыс. рублей по годам.
Источник: составлено авторами.

После вычета остатков обе компании можно оценить, как финансово устойчивые.

Таблица 3. Сравнение коэффициентов финансовой устойчивости девелоперов с учетом и без учета денежных средств на эскроу-счетах за 2023 год.

	ПИК-СЗ	ГК Самолет	ГК ЛСР
Коэффициент задолженности к собственному капиталу (за вычетом эскроу)	0,42	5,50	0,27
Коэффициент задолженности к собственному капиталу (с учетом эскроу)	1,48	14,11	-0,75
Отношение чистого долга к скорректированной EBITDA (за вычетом эскроу)	1,07	2,19	2,37
Отношение чистого долга к скорректированной EBITDA (с учетом эскроу)	3,75	5,60	3,93

Источник: составлено авторами.

Таким образом, необходимость учета остатков на эскроу-счетах является важным аспектом в

финансовом и инвестиционном анализе девелоперских компаний, так как финансовые коэффициенты и мультипликаторы, полученные без или с их учетом, могут показать разное финансовое положение компании и повлиять на инвестиционное решение.

Данный подход представляется разумным при условии сохранения непрерывности деятельности застройщиков, что не вызывает сомнений в отношении трех крупнейших девелоперских компаний и подтверждается аудиторскими заключениями и значениями их кредитных рейтингов.

Второй фактор — это наличие в консолидированной финансовой отчетности по МСФО альтернативного расчета показателя EBITDA (или скорректированная EBITDA). В таблице 4 показаны итоги расчетов сравнения подходов к расчетам.

Анализ представленных формул позволяет сделать вывод, что показатель скорректированной EBITDA является более релевантным для применения при расчете коэффициентов (рентабельность по EBITDA, чистый долг/EBITDA) и муль-

типикаторов (EV/EBITDA), так как в большей степени отражает результат операционной деятельности компании за рассматриваемый период. В то время как на показатель EBITDA, рассчитанный по стандартной формуле, может оказывать существенное влияние ряд факторов, которые являются следствием инвестиционной и финансовой деятельности, а также внешние факторы, которые не связаны с эффективностью текущей операционной деятельности, рисунок 3.

Таблица 4. Формулы, используемые девелоперами для расчета EBITDA и скорректированная EBITDA

	ПИК-СЗ	ГК Самолет	ГК ЛСР
EBITDA	Прибыль + амортизация + процентные расходы после капитализации + дисконтирование + процентные доходы + расход по налогу на прибыль	Общий совокупный доход + амортизация + финансовые расходы – финансовые доходы + расход по налогу на прибыль	Используется базовая формула
Скорректированная EBITDA	EBITDA + влияние компонентов цены сделки + процентные расходы, списанные в состав себестоимости + прибыль/убыток от обесценивания + изменение справедливой стоимости инвестиций + списание кредиторской задолженности + курсовая разница + выбытие основных средств + судебные расходы + списание прочих материалов + прочие финансовые доходы	EBITDA + капитализированный процентный расход + обесценивание инвестиционной недвижимости и нематериальных активов + переменное вознаграждение в виде штрафов, пени и неустойки	Результаты операционной деятельности + амортизация – дельта стоимости инвестиционной собственности – дельта результатов операционной деятельности за счет изменения справедливой стоимости выбывших активов + убытки от обесценивания + капитализированные проценты

Источник: составлено авторами.

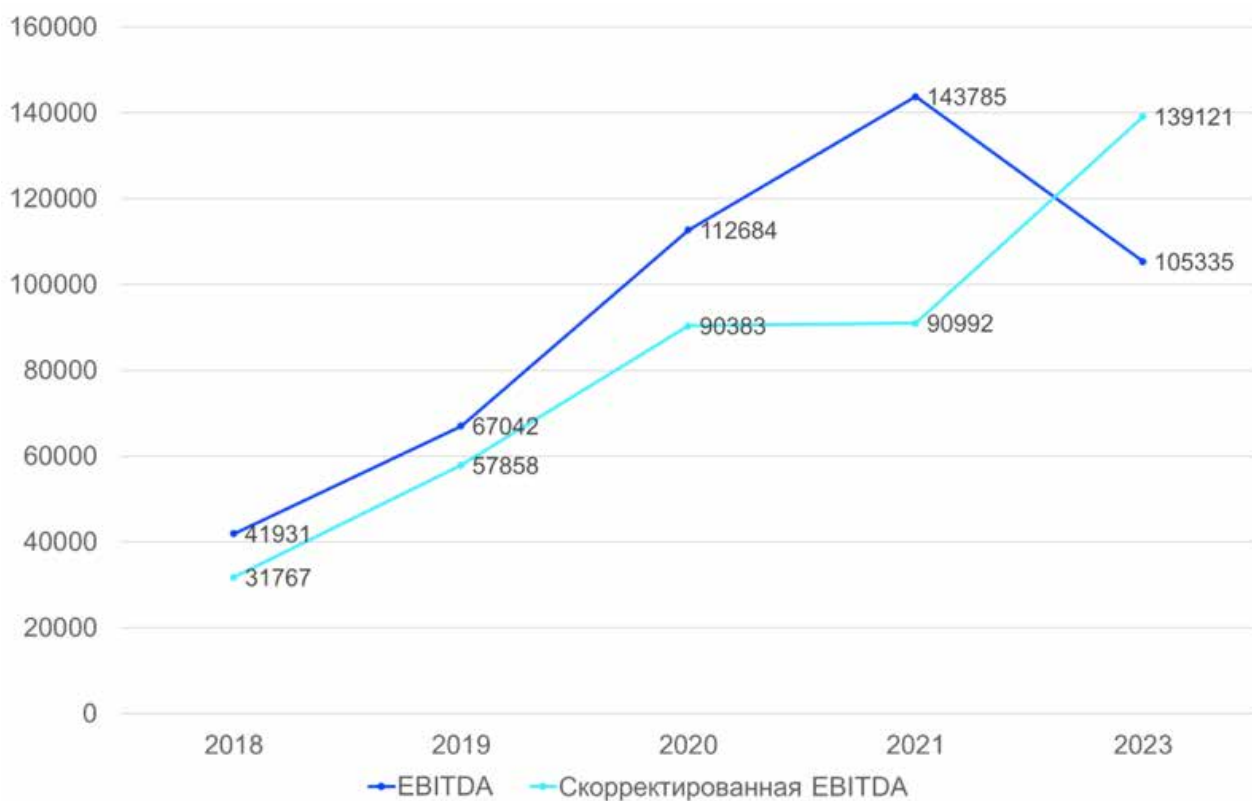


Рис. 3. Динамика EBITDA и скорректированной EBITDA ПАО «ПИК-СЗ» в тыс. рублей по годам.

Источник: составлено авторами.

График на рисунке 3 показывает, что в отдельные периоды разница может быть весьма существенной. При этом скорректированная EBITDA в большей степени коррелирует с ростом выручки и стабильным уровнем маржинальности компании (рентабельности по валовой прибыли) по финансовой

отчетности, в то время как EBITDA больше подвержена влиянию разовых факторов и корректировок.

Выводы

Большинство крупных девелоперских компаний функционируют как группа, состоящая из нескольких юридических лиц. Поэтому в качестве источника для проведения финансового анализа должна выбираться консолидированная отчетность по МСФО. Выбор индивидуальной финансовой отчетности по РСБУ отдельных компаний, входящих в группу, не будет отражать всю совокупность операций, а также может привести к неверным выводам о финансовом положении и об инвестиционной привлекательности объекта инвестирования.

При выборе показателей и коэффициентов для проведения финансового анализа с позиции частного инвестора следует изучить практики, которые применяют ведущие брокерские компании и аналитические агентства при формировании рекомендаций на фондовом рынке в соответствующей отрасли. В большинстве случаев в приоритете будут коэффициенты, иллюстрирующие доходность акционеров, операционную эффективность бизнеса и финансовую устойчивость

При проведении финансового анализа девелоперских компаний и последующем расчете мультипликаторов рекомендуется проводить следующие корректировки:

1. Вычитать из показателя чистого долга остат-

ки денежных средств на эскроу-счетах.

2. Увеличивать денежный поток от операционной деятельности и, как следствие, свободный денежный поток на величину изменений остатков денежных средств на эскроу-счетах за анализируемый период, уменьшая при этом на ту же величину денежный поток от финансовой деятельности.
3. Использовать показатель скорректированной EBITDA, которая раскрывается в финансовой отчетности, или делать это самостоятельно на основе формул, которые приведены в настоящей статье.

Рекомендации

Исследование представляет ценность для частных неквалифицированных инвесторов, а также инвестиционных служб девелоперских и строительных компаний.

Вклад авторов:

Митенков А. В. — научное руководство; концепция исследования; развитие методологии; итоговые выводы

Жилкин И. Е. — написание исходного текста; сбор и анализ материала, подготовка, анализ и разработка предлагаемых подходов, написание исходного текста; итоговые выводы

Рубес М. А. — сбор, анализ и систематизация статистического материала, оформление графиков.

Список источников

1. Гребенникова 2021 — *Гребенникова В. А.* Оценка инвестиционной привлекательности предприятия (на примере ПАО «Группа компаний ПИК») / В. А. Гребенникова, В. А. Вареников. DOI: 10.24412/2500-1000-2021-5-2-133-137. EDN: YZPCUU // Международный журнал гуманитарных и естественных наук = International Journal of Humanities and Natural Sciences. 2021; 5-2:133–137. ISSN: 2500-1000; eISSN: 2500-1086.
2. Жагловская 2024 — *Жагловская А. В.* Особенности перехода от цифровой экономики к экономике данных / А. В. Жагловская, Е. Н. Елисеева. DOI: 10.33293/1609-1442-2024-3(106)-92-104. EDN: VFEWHC // Экономическая наука современной России = Economics of Contemporary Russia. 2024; 3:92–104. ISSN: 1609-1442; eISSN: 2618-8996.
3. Калинина 2024 — *Калинина О. В.* Управление взаимоотношениями со стейкхолдерами в системе риск-менеджмента / О. В. Калинина, Е. А. Макаренко. DOI: 10.36871/ek.up.p.r.2024.05.09.015. EDN: LFQRQM // Экономика и управление: проблемы, решения. 2024; 9(5):110–116. ISSN: 2227-3891; eISSN: 2308-927X.
4. Механизмы трансформации... 2024 — Механизмы трансформации финансово-промышленной политики модернизации реального сектора отечественной экономики / О. И. Донцова, П. В. Трифонов, Е. Л. Морева [и др.]. EDN: AHJFTT // Кузнечно-штамповочное производство. Обработка материалов давлением = Forging and Stamping Production. Processing of Materials by Pressure. 2024; 4:72–79. ISSN: 0234-8241.
5. Сборщиков 2024 — *Сборщиков С. Б.* Реинжиниринг бизнес-процессов в условиях применения новых организационных схем управления строительством / С. Б. Сборщиков, Н. В. Лазарева. DOI: 10.22227/1997-0935.2024.8.1390-1400. EDN: VMYQMM // Вестник МГСУ. 2024; 19(8):1390–1400. ISSN: 1997-0935; eISSN: 2304-6600.

6. Склярова 2024 — Склярова Е. А. Теоретико-методологические основы и инструментарий роста экономической устойчивости региональной хозяйственной системы / Е. А. Склярова, В. П. Самарина. Курск : Университетская книга, 2024. 107 с. ISBN: 978-5-907941-91-5. EDN: CPFZGT.
7. Управление экономической эффективностью... 2024 — Управление экономической эффективностью производственных технологий / В. Я. Афанасьев, Н. Г. Любимова, С. В. Мищеряков, В. Ф. Уколов. Москва : Научная библиотека, 2024. 316 с. ISBN: 978-5-907823-27-3. EDN: DMHSCI.
8. Уколов 2023 — Уколов В. Ф. Управление созданием и функционированием инновационных компаний в условиях постоянных изменений / В. Ф. Уколов, Л. С. Зеленцова, М. Г. Рудцкий. EDN: SKOJCM // Горизонты экономики = Horizons of Economics. 2023; 6:32–138. ISSN: 2219-3650.
9. Уколов 2023а — Уколов В. Ф. Управление объединением и функционированием предприятий, относящихся к различным сферам экономики в условиях санкций / В. Ф. Уколов, В. А. Мальцев. EDN: FPYWTS // Горизонты экономики = Horizons of Economics. 2023а. № 5 (78). С. 191–198. ISSN: 2219-3650.
10. Финансовый анализ 2025 — Финансовый анализ : учебник и практикум для вузов / под общей редакцией И. Ю. Евстафьевой, В. А. Черненко [и др.]. 2-е изд., перераб. и доп. Москва : Юрайт, 2025. 360 с. ISBN 978-5-534-19625-2.
11. Финансовый менеджмент... 2016 — Финансовый менеджмент и комплексная оценка эффективности функционирования предприятия / И. М. Рожков, А. П. Пантелеев, И. А. Ларионова [и др.]. Москва : МИСИС, 2016. 157 с. ISBN: 978-5-906846-46-4. EDN: FHMWDF.
12. Фомина 2018 — Фомина Н. Е. Методы анализа инвестиционной привлекательности предприятия. EDN: ORPAPN // Теоретико-методологические и практические проблемы инновационных способов повышения энергоэффективности региональных промышленных комплексов : сборник материалов Международной научно-практической конференции, Самара, 10 февраля 2018 года. Самара : СНЦ, 2018. 261 с. С. 242–246. ISBN: 978-5-6040565-9-2.
13. Alfarago 2023 — Alfarago D., Bakhtiyar L.A. Analysis of Stock Investment Decisions through Price Earnings Ratio (A Case Study on Construction Service Companies). DOI:10.33087/jmas.v8i1.525 // J-MAS (Jurnal Manajemen dan Sains). 2023; 8(1):857–859.
14. Nordin 2019 — Nordin M. S. A., Rahim N. Ab, Adnan H. Fundamental Valuation of Construction Stocks: A Content Analysis from Property Developers. DOI 10.1088/1755-1315/385/1/012072 // IOP Conference Series: Earth and Environmental Science. 2019; 385(1):012072.

References

1. Grebennikova V. A. Otsenka investitsionnoy privlekatel'nosti predpriyatiya (na primere PAO "Gruppa kompaniy PIK") [Assessment of the investment attractiveness of an enterprise (on the example of PJSC PIK Group of Companies)]. By V. A. Grebennikova, V. A. Varenikov. DOI: 10.24412/2500-1000-2021-5-2-133-137. EDN: YZPCUU. *International Journal of Humanities and Natural Sciences*. 2021; 5-2:133–137. ISSN: 2500-1000; eISSN: 2500-1086 (in Russ.).
2. Zhaglovskaya A. V. Osobennosti perekhoda ot tsifrovoy ekonomiki k ekonomike dannyykh [Features of the transition from the digital economy to the data economy]. By A. V. Zhaglovskaya, E. N. Eliseeva. DOI: 10.33293/1609-1442-2024-3(106)-92-104. EDN: VFEWHC. *Economics of Contemporary Russia*. 2024; 3:92–104. ISSN: 1609-1442; eISSN: 2618-8996 (in Russ.).
3. Kalinina O. V. Upravleniye vzaimootnosheniyami so steykholderami v sisteme risk-menedzhmenta [Stakeholder Relationship Management in the Risk Management System]. By O. V. Kalinina, E. A. Makarenko. DOI: 10.36871/ek.up.p.r.2024.05.09.015. EDN: LFQRQM. *Economics and Management: Problems, Solutions*. 2024; 9(5):110–116. ISSN: 2227-3891; eISSN: 2308-927X (in Russ.).
4. Mekhanizmy transformatsii finansovo-promyshlennoy politiki modernizatsii real'nogo sektora otechestvennoy ekonomiki [Mechanisms for transforming the financial and industrial policy for modernizing the real sector of the domestic economy]. By O. I. Dontsova, P. V. Trifonov, E. L. Moreva [et al.]. EDN: AHJFTT. *Forging and Stamping Production. Processing of Materials by Pressure*. 2024; 4:72–79. ISSN: 0234-8241 (in Russ.).
5. Sborshchikov S. B. Reinzhiniring biznes-protsessov v usloviyakh primeneniya novykh organizatsionnykh skhem upravleniya stroitel'stvom [Reengineering of business processes in the context of applying new organizational schemes for construction management]. By S. B. Sborshchikov, N. V. Lazareva. DOI: 10.22227/1997-0935.2024.8.1390-1400. EDN: VMYQMM. *Vestnik MGSU*. 2024; 19(8):1390–1400. ISSN: 1997-0935; eISSN: 2304-6600 (in Russ.).
6. Sklyarova E. A. Teoretiko-metodologicheskiye osnovy i instrumentariy rosta ekonomicheskoy ustoychivosti regional'noy khozyaystvennoy sistemy [Theoretical and methodological foundations and tools for

- increasing the economic sustainability of a regional economic system]. By E. A. Sklyarova, V. P. Samarina. Kursk : University Book Publ., 2024. 107 p. ISBN: 978-5-907941-91-5. EDN: CPFGZT (in Russ.).
7. *Upravleniye ekonomicheskoy effektivnost'yu proizvodstvennykh tekhnologiy* [Management of economic efficiency of production technologies]. By V. Ya. Afanasyev, N. G. Lyubimova, S. V. Misheryakov, V. F. Ukolov. Moscow : Nauchnaya biblioteka Publ., 2024. 316 p. ISBN: 978-5-907823-27-3. EDN: DMHSCI (in Russ.).
 8. Ukolov V. F. Upravleniye sozdaniyem i funktsionirovaniyem innovatsionnykh kompaniy v usloviyakh postoyannykh izmeneniy [Managing the Creation and Functioning of Innovative Companies in the Context of Constant Change]. By V. F. Ukolov, L. S. Zelentsova, M. G. Rudtsky. EDN: SKOJCM. *Horizons of Economics*. 2023; 6:32–138. ISSN: 2219-3650 (in Russ.).
 9. Ukolov V. F. Upravleniye ob"yedeniyem i funktsionirovaniyem predpriyatiy, otnosyashchikhsya k razlichnym sferam ekonomiki v usloviyakh sanktsiy [Managing the Merger and Functioning of Enterprises Related to Various Sectors of the Economy in the Context of Sanctions]. By V. F. Ukolov, V. A. Maltsev. EDN: FPYWTS. *Horizons of Economics*. 2023a. No. 5 (78). Pp. 191–198. ISSN: 2219-3650 (in Russ.).
 10. *Finansovyy analiz* [Financial analysis] : a textbook and practical training for universities. Edited by I. Yu. Evstafieva, V. A. Chernenko [et al.]. 2nd ed., revised and enlarged. Moscow : Yurait Publ., 2025. 360 p. ISBN 978-5-534-19625-2 (in Russ.).
 11. *Finansovyy menedzhment i kompleksnaya otsenka effektivnosti funktsionirovaniya predpriyatiya* [Financial management and comprehensive assessment of the efficiency of the enterprise]. By I. M. Rozhkov, A. P. Panteleev, I. A. Larionova [et al.]. Moscow : MISIS Publ., 2016. 157 p. ISBN: 978-5-906846-46-4. EDN: FHMWDF (in Russ.).
 12. Fomina N. E. Metody analiza investitsionnoy privlekatel'nosti predpriyatiya [Methods of analysis of investment attractiveness of the enterprise]. EDN: ORPAPN. *Teoretiko-metodologicheskiye i prakticheskiye problemy innovatsionnykh sposobov povysheniya energoeffektivnosti regional'nykh promyshlennykh kompleksov* [Theoretical, methodological and practical problems of innovative ways to improve the energy efficiency of regional industrial complexes] : Procdrings of the International scientific and practical conference, Samara, February 10, 2018. Samara: SNC, 2018. 261 p. Pp. 242–246. ISBN: 978-5-6040565-9-2 (in Russ.).
 13. Alfarago D., Bakhtiyar L. A. Analysis of Stock Investment Decisions through Price Earnings Ratio (A Case Study on Construction Service Companies). DOI:10.33087/jmas.v8i1.525. *J-MAS (Jurnal Manajemen dan Sains)*. 2023; 8(1):857–859.
 14. Nordin M. S. A., Rahim N. Ab, Adnan H. Fundamental Valuation of Construction Stocks: A Content Analysis from Property Developers. DOI 10.1088/1755-1315/385/1/012072. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*. 2019; 385(1):012072.

Информация об авторах:

Митенков Алексей Владимирович — доктор экономических наук, кандидат философских наук, директор Института экономики и управления промышленными предприятиями, доцент кафедры экономики. AuthorID (РИНЦ): 385126, SPIN-код: 8563-6810; **Жилкин Игорь Евгеньевич** — старший преподаватель кафедры промышленного менеджмента, соискатель кафедры промышленного менеджмента Института экономики и управления промышленными предприятиями НИТУ МИСИС. Место работы 2: АО «Развитие инфраструктуры Востока» (Москва, Россия) — генеральный директор; **Рубес Матвей Антонович** — магистрант кафедры промышленного менеджмента Института экономики и управления промышленными предприятиями.

Место работы авторов: федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС» (НИТУ МИСИС), Ленинский просп., 4/1, Москва, 119049, Россия.

Information about the authors:

Mitenkov Aleksey V. — Doctor of Economics, Candidate of Philosophy, Director of the Institute of Industrial Economics, Associate Professor of the Department of Economics. AuthorID (RSCI): 385126, SPIN-code: 8563-6810; **Zhilkin Igor E.** — Senior Lecturer of the Department of Industrial Management, applicant of the Department of Industrial Management of the Institute of Economics and Management of Industrial Enterprises of NUST MISIS. Place of work 2: JSC "Development of Infrastructure of the East" (Moscow, Russia) — General Director; **Rubes Matvey A.** — Master's student of the Department of Industrial Management of the Institute of Economics and Management of Industrial Enterprises.

Place of work of the authors: National University of Science and Technology "MISIS" (NUST MISIS), 4/1 Leninsky Prospekt, Moscow, 119049, Russia.

Статья поступила в редакцию 08.02.2025; одобрена после рецензирования 21.02.2025; принята к публикации 28.02.2025. The article was submitted 02/08/2025; approved after reviewing 02/21/2025; accepted for publication 02/28/2025.