

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СТОИМОСТИ  
АКЦИЙ СТРОИТЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ  
УЗБЕКИСТАНА НА ОСНОВЕ  
ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

2015-2019  
/KVTS/  
/QZSM/  
/KSCM/

## **Сравнительный анализ стоимости акций строительных компаний Узбекистана на основе фундаментального анализа**

Представленный ниже анализ эмитентов строительной сферы является первым аналитическим продуктом Республиканской Фондовой Биржи "Тошкент", рассматривающим подробно отдельных эмитентов конкретной отрасли и их финансовые показатели на протяжении нескольких лет с последующим прогнозом в долгосрочной перспективе. В дальнейшем, РФБ "Тошкент" продолжит регулярную публикацию аналитических отчетов по финансовым показателям отдельных эмитентов.

Основной задачей инвестора на фондовом рынке является максимизация прибыли и минимизация рисков. Для этого, инвестор должен знать о неоцененности и переоцененности продаваемых (покупаемых) акции. Также, важно знать, что на цену акций каждой компании влияет внешняя среда, поэтому принято считать, что цена акции определяется финансовым состоянием компании, положением дел в отрасли, а также поведением инвесторов на фондовом рынке.

Фундаментальный анализ - это метод прогнозирования рыночной (биржевой) стоимости компании, основанных на анализе финансовых и производственных показателей её деятельности. Фундаментальный анализ ориентируется непосредственно на бизнес компании, исследует ее сильные и слабые стороны и делает вывод о «справедливой цене» на акции или облигации компании, исходя из характера этого бизнеса.

В фундаментальном анализе проводится на трех разных уровнях:

**1. Анализ экономики.** Фундаментальный анализ начинается не с изучения финансовой отчетности, а с оценки текущих условий на рынке и в экономике. Если на рынке существует проблема с ликвидностью, то никакая, даже самая привлекательная бумага, не будет расти.

Анализ макроэкономических индикаторов дает инвестору представление о том, насколько сложившаяся ситуация благоприятна для вложений. Такие факторы как инфляция, конкуренция, политический и экономические кризисы не зависят от фондового рынка, но во многом определяют его поведение.

**2. Анализ отрасли.** У каждой отрасли – свой потенциал роста и прибыльности. Сравнение отраслей между собой позволяет инвестору выявить происходящие изменения, оценить их влияние и найти привлекательный для вложений сегмент даже в условиях экономических спадов.

**3. Анализ компании.** Изучение финансово-хозяйственного положения компании эмитента – центральная часть фундаментального анализа. На основании данных бухгалтерской отчетности и ценовых мультипликаторов инвестор рассчитывает текущую стоимость бизнеса, определяет фундаментальную стоимость акций и сравнивает ее с текущей рыночной ценой.

Основы фундаментального анализа были заложены в 1934 г. в публикации «Анализ ценных бумаг», авторами которой были американцы Бенджамин Грэм и Дэвид Додд. Именно они впервые ввели термин «фундаментальный анализ» и определили его как инструмент предсказания будущих биржевых цен акций и облигаций. Один из наиболее известных последователей Грэма, использующих фундаментальный анализ — Уоррен Баффетт.

Проведем сравнительную оценку стоимости акций трех строительных компаний Узбекистана на базе фундаментального анализа.

Фундаментальный анализ осуществлялось по следующим компаниям:

1. АО «Kvarts» ([/KVTS/](#));
2. АО «Qizilqumsement» ([/QZSM/](#));
3. АО «Quvasoysement» ([/KSCM/](#)).

Для проведения сравнительного подхода будем использовать группу мультипликаторов, которые наиболее часто используются в мировой практике. Эти мультипликаторы применяются для того, чтобы определить, насколько недооценена или переоценена акция относительно реальной стоимости компании и показателей ее выручки. Мы используем следующие типы мультипликаторов в сравнительном подходе:

- Коэффициент цена / прибыль (P/E);
- Коэффициент цена / выручка (P/S);
- Коэффициент цена / балансовая стоимость (P/BV);
- Коэффициент EV / EBITDA.

**Коэффициент цена / прибыль** (P/E – Price to Earnings ratio) является индикатором, определяющим цену акций компании, деленную на прибыль за акцию (EPS). Это популярный показатель, который помогает увидеть, имеет ли акция справедливую ценность, или она недооценена/переоценена. Коэффициент определяется как:

$$P/E = \frac{P}{EPS}$$

Где: P – цена акции, EPS – прибыль на одну акцию.

Или как: 
$$P/E = \frac{\text{Капитализация}}{\text{Чистая прибыль}}$$

Коэффициент P/E показывает, за сколько лет окупятся вложения инвесторов в акции компаний. Акция считается недооцененной, если значение P/E ниже 5, но выше 0. Если значение коэффициента отрицательное, то компания

терпит убытки, если больше — вероятно, переоценена. В таблице ниже мы можем проанализировать значение мультипликатора P/E по строительной отрасли.

**1-Таблица. Значение мультипликатора P/E по строительной отрасли.<sup>1</sup>**

<b>АО «Kvarts»</b>					
<b>№</b>	<b>Периоды, годы</b>	<b>Котировальная цена акции на конец периода, сум</b>	<b>Чистая прибыль, сум</b>	<b>Капитализация, сум</b>	<b>P/E</b>
1	1 полугодия 2019	6255	22 158 385 000	301 644 929 295	6,8*
2	2018	5995	82 589 252 120	289 106 530 955	3,5
3	2017	1715	88 230 177 000	86 306 129 910	0,97
4	2016	1715	56 185 205 000	41 098 157 100	0,73
5	2015	1715	31 121 018 000	41 098 157 100	1,3
<b>АО «Qizilqumsement»</b>					
1	1 полугодия 2019	1600	101 447 710 000	716 027 040 000	3,5*
2	2018	1500	338 771 834 000	671 275 350 000	1,9
3	2017	1300	49 793 841 000	581 771 970 000	11,6
4	2016	1555	65 127 244 000	695 888 779 500	10,6
5	2015	1570	10 044 471 000	702 601 533 000	69,9
<b>АО «Quvasoysement»</b>					
1	1 полугодия 2019	240000	37 605 363 000	121 059 120 000	1,6*
2	2018	260000	34 998 407 000	131 147 380 000	3,7
3	2017	1200	41 338 136 000	605 295 600	0,014
4	2016	1200	55 624 547 000	605 295 600	0,01
5	2015	1200	51 644 492 000	605 295 600	0,011

Таким образом, вложения инвесторов в акции АО «Kvarts» в 2018 году окупятся за 3,5 лет, АО «Qizilqumsement» 1,9 лет и в акции АО «Quvasoysement» 3,7 года. Из-за снижения прибыли АО «Kvarts» по итогам 1 полугодия 2019 года показатель P/E 6,8, это говорит о переоцененности акции, однако по одному показателю прибыли нельзя сказать о переоценки акции эмитента. Мультипликатор P/E – это не абсолютный показатель, поэтому не стоит

<sup>1</sup> Использованы данные отчетов АО строительной отрасли. Расчеты проведены РФБ “Тошкент”.

\* Данные мультипликаторов 1 полугодия рассчитаны путём удвоения показателей для получения примерной годовой величины.

ограничиваться оценкой акций только с помощью данного коэффициента — необходимо использовать также другие показатели фундаментального анализа.

Коэффициент P/E обычно составляет для российских акций 8,8, для американских 18,9. Стоит добавить, что экономист Бенджамин Грэм считал, что нормальное значение P/E:  $8 \leq P/E \leq 15$ .<sup>2</sup>

**Коэффициент цена / выручка (Price/Sales P/S)** оценивает компанию по объему продаж и дает представление о том, сколько инвестор платит за 1 сум ее выручки. Данный мультипликатор применяются для сравнительной оценки инвестиционной привлекательности акционерных компаний. Коэффициент определяется по формуле как<sup>3</sup>:

$$P/S = \frac{\text{Цена акции}}{\text{Выручка на 1 акцию}} \quad \text{или}$$

$$P/S = \frac{\text{Капитализация}}{\text{Выручка}}$$

Преимущества использования показателя P/S с учетом того, что выручка компаний не бывает отрицательной, этот показатель может использоваться для анализа любого открытого акционерного общества. К примеру, в том же коэффициенте P/E для расчета используется чистая прибыль. А она может быть и в негативной зоне. Но у данного мультипликатора есть и недостаток. Показатель не учитывает разницы в эффективности операций сравниваемых компаний. Предприятия с одинаковыми продажами могут иметь совершенно разную прибыльность, следовательно, они будут стоить по-разному.

Можно сделать оценку, что строительная компания с невысоким P/S действительно недооценена рынком только в том случае, если, как минимум, ее маржа чистой прибыли не ниже среднеотраслевой. Малые значения коэффициента сигнализируют о недооцененности рассматриваемой компании, большие - о переоцененности. Расчёты мультипликатора P/S по строительной отрасли показаны в таблицы 2.

---

<sup>2</sup> Бенджамин Грэм. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию = The Intelligent Investor The Definitive Book On Value Investing. — М.: Альпина Паблишер, 2014. — 568 с. — ISBN 978-5-9614-1874-3

<sup>3</sup> Кокин А.С. Финансовый менеджмент. М.: ЮНИТИ, 2015. 511 с.

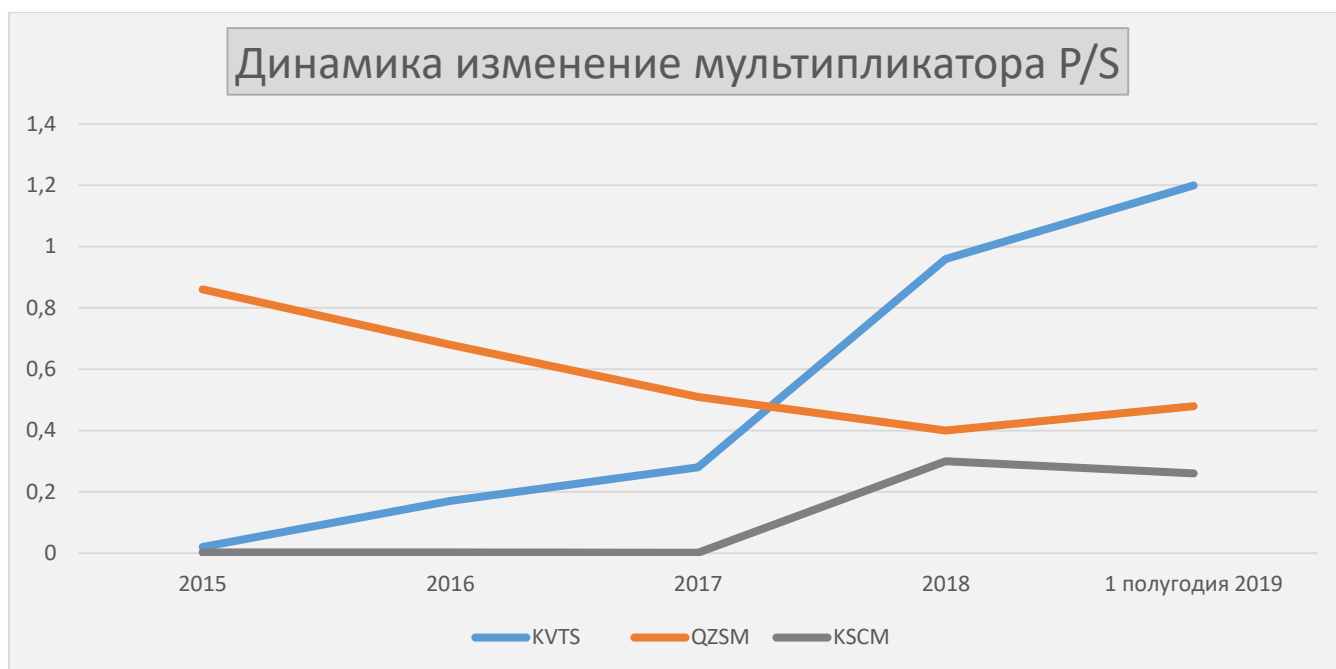
**2 –таблица. Расчет мультипликатора P/S по строительной отрасли.<sup>4</sup>**

<b>АО «Kvarts»</b>					
<b>№</b>	<b>Периоды, годы</b>	<b>Котировальная цена акции на конец периода, сум</b>	<b>Чистая выручка, сум</b>	<b>Капитализация, сум</b>	<b>P/S</b>
<b>1</b>	1 полугодия 2019	6255	117 468 937 000	301 644 929 295	1,2*
<b>2</b>	2018	5995	299 628 795 640	289 106 530 955	0,96
<b>3</b>	2017	1715	299 064 133 790	86 306 129 910	0,28
<b>4</b>	2016	1715	229 451 651 000	41 098 157 100	0,17
<b>5</b>	2015	1715	1 617 406 488000	41 098 157 100	0,02
<b>АО «Qizilqumsement»</b>					
<b>1</b>	1 полугодия 2019	1600	739 673 726 000	716 027 040 000	0,48*
<b>2</b>	2018	1500	1 660 024 155000	671 275 350 000	0,4
<b>3</b>	2017	1300	1 121 230 969000	581 771 970 000	0,51
<b>4</b>	2016	1555	1 013 098 028000	695 888 779 500	0,68
<b>5</b>	2015	1570	814 265 807 000	702 601 533 000	0,86
<b>АО «Quvasoycement»</b>					
<b>1</b>	1 полугодия 2019	240000	227 871 220 000	121 059 120 000	0,26*
<b>2</b>	2018	260000	424 191 405 000	131 147 380 000	0,3
<b>3</b>	2017	1200	305 634 223 000	605 295 600	0,001
<b>4</b>	2016	1200	296 659 665 000	605 295 600	0,002
<b>5</b>	2015	1200	238 127 775 000	605 295 600	0,0025

Как видно из таблицы, акции АО «Kvarts» и АО «Quvasoycement» не имеют котировальной цены в 2015-2017 годах, то есть акции этих компании не торговались в указанных годах на торговых площадках РФБ «Тошкент». Потому что, акции продавались по закрытой подписки. Из-за этой причины, у обеих компании слишком низкий показатель капитализаций в 2015-2017 годах и это привело к снижению мультипликатора P/S. В конце 2017 года до апреля 2018 года АО «Kvarts» провел первичное размещение акций (IPO) на РФБ «Тошкент», это первая продажа акций открытой подписки неограниченному кругу лиц. В следующей диаграммы показаны динамика изменение мультипликатора P/S в анализируемых компании.

<sup>4</sup> Использованы данные отчета АО строительной отрасли. Расчеты проведены РФБ «Тошкент».

\* Данные мультипликаторов 1 полугодия рассчитаны путём удвоения показателей для получения примерной годовой величины.



Из диаграммы видно, в анализируемых годах показатель мультипликатора P/S АО «Qizilqumsement» ниже значение 1. По итогам 1 полугодия 2019 года P/S равен 0,48% и это показывает о недооцененности акции компании. Значение P/S АО «Kvarts» за 1 полугодия 2019 года равен 1,2, в сравнение с 2018 годом мультипликатор увеличился на 30%, но показатель P/S не означает о переоцененности акции акционерного общество. Мультипликатор P/S АО «Quvasoycement» в анализируемых годах показал самое низкое значение. Основная причина, это значительно малые количество акции в сравнение с другими анализируемыми компаниями отрасли, т.е. у АО «Quvasoycement» 504 413 количество акции, у АО «Kvarts» 48 224 609 штук, АО «Qizilqumsement» 447 516 900 штук акции.

**Коэффициент цена / балансовая стоимость (P/BV – (Price to Book Value).** Данный мультипликатор определяет, насколько переоценены или недооценены акции компании относительно балансовой стоимости. Т.е. сколько инвестор готов заплатить за балансовую стоимость активов. Рассчитывается по формуле:

$$P/BV = \frac{\text{Рыночная стоимость акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}}$$

<sup>5</sup> Использованы данные отчета акционерных обществ строительной отрасли. Расчеты проведены РФБ «Тошкент».

$$\text{При этом: } \frac{\text{Балансовая стоимость акции} \times \text{Общие активы - общие обязательства}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{\text{Количество акции в обращении}}{\text{Количество акции в обращении}}$$

или

Низкое значение мультипликатора (меньше 1) указывает на то, что акции компании торгуются ниже их балансовой стоимости и, следовательно, недооценены. С другой стороны, низкая оценка стоимости компании может объясняться слабой эффективностью её деятельности. При оценке компаний с помощью данного мультипликатора необходимо также учитывать такие факторы как финансовая устойчивость, рентабельность, перспективы роста и другие.

Невысокий уровень P/BV может служить успокаивающим сигналом для инвестора. Чем больше значение коэффициента P/BV, тем более она переоценена рынком по отношению к своей балансовой стоимости. Расчеты мультипликатор P/BV показаны в 3-таблицы.

**3-таблица. Расчет мультипликатора P/BV по строительной отрасли.<sup>6</sup>**

<b>АО «Kvarts»</b>				
<b>№</b>	<b>Периоды, годы</b>	<b>Котировальная цена акции на конец периода, сум</b>	<b>Балансовая стоимость, сум</b>	<b>P/BV</b>
1	1 полугодия 2019	6255	3302	1,8
2	2018	5995	2820	2,1
3	2017	1715	2068	0,8
4	2016	1715	1417	1,2
5	2015	1715	1049	1,6
<b>АО «Qizilqumsement»</b>				
1	1 полугодия 2019	1600	3243	0,49
2	2018	1500	2810	0,5
3	2017	1300	2150	0,6
4	2016	1555	2023	0,76
5	2015	1570	2000	0,78
<b>АО «Quvasoycement»</b>				
1	1 полугодия 2019	240000	616391	0,38
2	2018	260000	532832	0,48
3	2017	1200	406913	0,0029
4	2016	1200	421814	0,0028
5	2015	1200	433274	0,0027

<sup>6</sup> Использованы данные отчета акционерных обществ строительной отрасли. Расчеты проведены РФБ «Тошкент».



Мультипликатор P/BV АО «Qizilqumsement» по анализируемым годам ниже значения 1, это означает, акции компании недооценены, потому что торгуются намного ниже балансовой стоимости. Как видно из таблицы, по итогам 1 полугодия 2019 года P/BV АО «Kvarts» 1,8, АО «Qizilqumsement» 0,49, АО «Quvasoysement» равен 0,38. Это означает, что при покупке акций компании «Kvarts» за 1 сум, инвестор получает 1,8 сум стоимости чистых активов компании. При покупке акций АО «Qizilqumsement» на 1 сум стоимость компании приходится 49 тийин чистых активов. По показателю P/BV компания «Qizilqumsement» выглядит для инвесторов значительно привлекательнее. У АО «Quvasoysement» самый низкий показатель мультипликатора P/BV, причины такого низкого показателя написано выше.

Мультипликатор P/BV часто используют совместно с коэффициентом рентабельностью собственного капитала (Return On Equity - ROE). ROE — это ключевой показатель для собственников бизнеса. Он позволяет определить эффективность и целесообразность ведения бизнеса. Чем выше ROE, тем выше эффективность, с которой в компании работают средства акционеров. ROE считается по следующей формуле:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} \times 100\%$$

Показатель характеризует эффективность использования собственных источников финансирования предприятия и показывает, сколько чистой прибыли зарабатывает компания с 1 сума собственных средств. Чтобы рассчитать коэффициент за период, отличный от года, но получить сопоставимые годовые данные, используют формулу:

$$\text{ROE} = \text{Чистая прибыль} * (365/\text{Кол-во дней в периоде}) / \text{Среднегодовая стоимость собственного капитала} * 100\%$$

При росте ROE должен расти P/BV. Низкий показатель рентабельности собственного капитала и высокое значение коэффициента цена / балансовая стоимость могут говорить о переоценке акций. Если наоборот, то рынок недооценивает потенциал компании. По итогам 1 полугодия 2019 года коэффициент ROE у АО «Kvarts» равен 0,06%, у АО «Qizilqumsement» этот показатель равен 0,69, у АО «Quvasoysement» 0,12%. Значит, в анализируемом периоде каждый привлеченный 1 сум собственных средств АО «Kvarts» позволил получить 6,95 тийин, АО «Qizilqumsement» 69 тийин, АО «Quvasoysement» 12 тийин чистой прибыли. Высокий показатель ROE и низкое значение

мультипликатора P/BV у АО «Qizilqumsement» показывает недооцененной стоимости акции. Расчеты коэффициента ROE представлены в 4-таблицы.

**4-таблица. Расчет коэффициента ROE по строительной отрасли.<sup>7</sup>**

<b>АО «Kvarts»</b>				
<b>№</b>	<b>Периоды, годы</b>	<b>Чистая прибыль, тыс.сум</b>	<b>Собственный капитал, тыс.сум</b>	<b>ROE, %</b>
1	1 полугодия 2019	22 158 385	318 547 979	0,06
2	2018	82 589 252,12	272 001 229	0,3
3	2017	88 230 177	199 541 620,5	0,44
4	2016	56 185 205	136 739 604,5	0,41
5	2015	31 121 018	101 245 950,5	0,3
<b>АО «Qizilqumsement»</b>				
1	1 полугодия 2019	101 447 710	1 451 556 957	0,69
2	2018	338 771 834	1 257 836 764	0,2
3	2017	49 793 841	962 266 992,5	0,05
4	2016	65 127 244	905 509 176,5	0,07
5	2015	10 044 471	894 792 051,5	0,014
<b>АО «Quvasoycement»</b>				
1	1 полугодия 2019	37 605 363	310 915 711	0,12
2	2018	34 998 407	268 767 670	0,13
3	2017	41 338 136	205 252 626,5	0,2
4	2016	55 624 547	212 768 474	0,26
5	2015	51 644 492	218 549 254,5	0,23

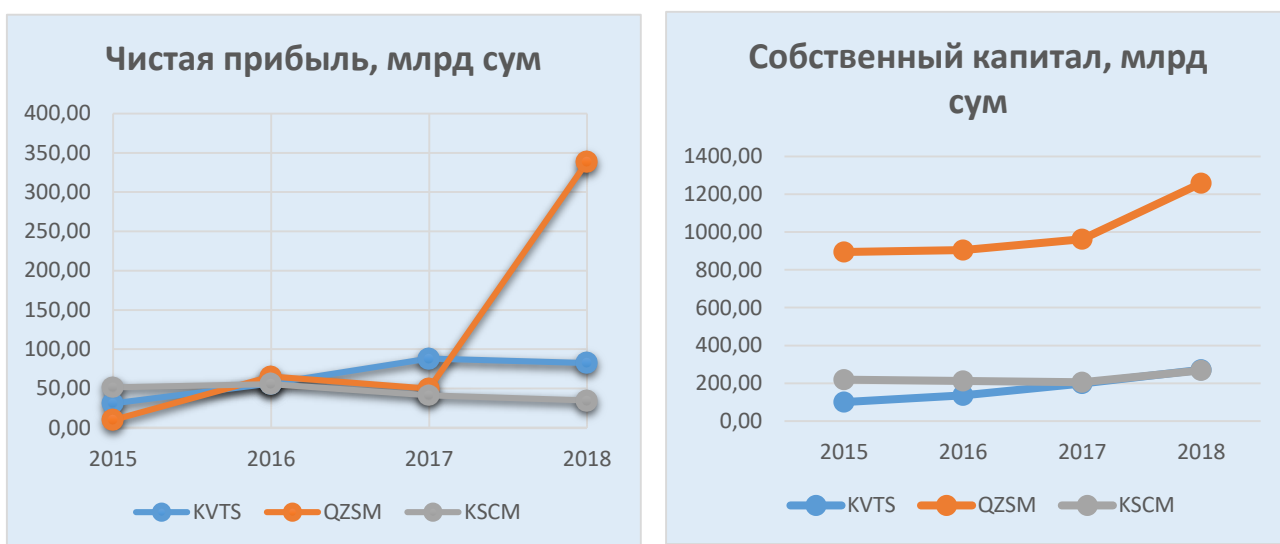
В 2015 - 2018 годах у АО «Kvarts» самый высокий показатель ROE среди рассматриваемых компаний. В финансовой деятельности АО «Qizilqumsement» самый низкий показатель ROE в анализируемых годах, но собственный капитал компании намного выше, чем у остальных аналогов. Показатель чистой прибыли АО «Qizilqumsement» в 2018 году 338771834 тыс. сум, в сравнение с 2017 годом (49793841 тыс. сум) вырос на 680% и это самые высокие темпы роста среди рассматриваемых компаний. Как видно из таблицы, у АО «Kvarts» самый низкий показатель чистой прибыли по итогам 1 полугодия. Уменьшение чистой прибыли частично обусловлено 7-летним кредитом банка «JP Morgan» под страховое покрытие китайского экспортно-кредитного агентства «Sinasure» на модернизацию в размере 36,4 миллиона евро<sup>8</sup>. Эти деньги будут направлены на финансирование строительства завода по выпуску полированного стекла

<sup>7</sup> Использованы данные отчета акционерных обществ строительной отрасли. Расчеты проведены РФБ «Тошкент».

<sup>8</sup> www.kvarts.uz/78gh

«флоат» методом с использованием энергоэффективных технологий. Максимальный суточный объем выпускаемой продукции составит 400 тонн. Поставщиком технологического оборудования является китайская компания «Shanghai Pony Technologies». По оценкам специалистов, реализация проекта не только позволит создать до 300 новых высококвалифицированных рабочих мест, но и обеспечить отечественный рынок качественной продукцией с ее дальнейшим экспортом в другие страны. Так что, эти изменение еще один источник дохода АО «Kvarts» и в следующих годах можем быть свидетелями роста чистой прибыли. Динамики изменение чистой прибыли и собственного капитала показаны ниже в 2-диаграммы.

2-диаграмма.<sup>9</sup>



Из диаграммы видно, собственный капитал АО «Kvarts» за 3 года увеличился почти на 200%, у АО «Quvasoycement» рост составил 26,3%. Собственный капитал АО «Qizilqumsement» намного больше других рассматриваемых компаний, за 4 года (включая 1 полугодия 2019 года) собственный капитал вырос на 60,3%. Чистая прибыль АО «Quvasoycement» падает с 2017 года, также чистая прибыль у АО «Kvarts» снизилась в 2018 году, в сравнение с 2017 годом на 5 640 925 тыс.сум. Причины роста чистой прибыли АО «Qizilqumsement» в 2018 года, это рост чистой выручки. Значит, произведенная продукция компании были проданы в 2018 году больше, чем в любой анализируемый год.

Мультипликатор EV/EBITDA (Enterprise value / Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) учитывает все важные аспекты финансового положения компании. EV - справедливая стоимость компании, с учетом долгов

<sup>9</sup> Использованы данные отчета акционерных обществ строительной отрасли. Расчеты проведены РФБ «Тошкент».

перед внешними кредиторами и денежных средств в наличии. EBITDA - это прибыль компании, очищенная от налогов, эффекта от долговой нагрузки и капитальных вложений, выраженных в амортизационных платежах. Коэффициент EV/EBITDA рассчитывается следующим образом:

$$EV / EBITDA = \frac{\text{Капитализация} + \text{Чистый долг}}{\text{Прибыль} + \text{износ и амортизация} + \text{проценты}}$$

Мультипликатор EV/EBITDA показывает срок окупаемости инвестиций, несколько освобождая получаемый результат от волатильной составляющей. Поэтому анализ EV/EBITDA имеет важное значение при принятии инвестиционных решений. Расчеты мультипликатора EV/EBITDA показаны на 5-таблицы.

**5-таблица. Расчет мультипликатора EV/EBITDA.<sup>10</sup>**

<b>АО «Kvarts»</b>						
№	Периоды, годы	Чистый долг, млрд. сум	Капитализация, млрд. сум	EV, млрд. сум	EBITDA млрд. сум	EV / EBITDA
1	1 полугодия 2019	1, 13	301,6	302,78	141, 4	2,1
2	2018	24, 7	289,1	313,8	185,3	1,69
3	2017	13, 4	86,3	99,7	168, 4	0,59
4	2016	0, 83	41,09	41,93	127, 5	0,32
5	2015	0	41,09	41,09	93, 04	0,4
<b>АО «Qizilqumsement»</b>						
1	1 полугодия 2019	149, 05	716,02	865,07	993, 7	0,87
2	2018	145, 07	671,2	816,3	1383, 02	0,59
3	2017	129, 07	581,7	710,8	755, 9	0,94
4	2016	103, 3	695,8	799,2	654, 1	1,2
5	2015	119, 3	702,6	821,9	426, 6	1,9
<b>АО «Quvasoycement»</b>						
1	1 полугодия 2019	40, 8	121,05	161,9	180, 3	0,89
2	2018	51, 2	131,14	182,4	246, 2	0,7
3	2017	34, 2	0,6	34, 8	204, 3	0,17
4	2016	15, 07	0,6	15, 6	202, 04	0,07
5	2015	12, 6	0,6	13, 2	158,9	0,08

<sup>10</sup> Использованы данные отчета акционерных обществ строительной отрасли. Расчеты проведены РФБ “Тошкент”.

Чистый долг компании рассчитывается как:

долгосрочные обязательства + краткосрочные долговые обязательства -  
денежные средства находящиеся в распоряжении компании.

Теперь необходимо рассчитать вторую составляющую мультипликатора –  
ЕВITDA. Для расчёта этого показателя нам потребуются следующие исходные  
данные:

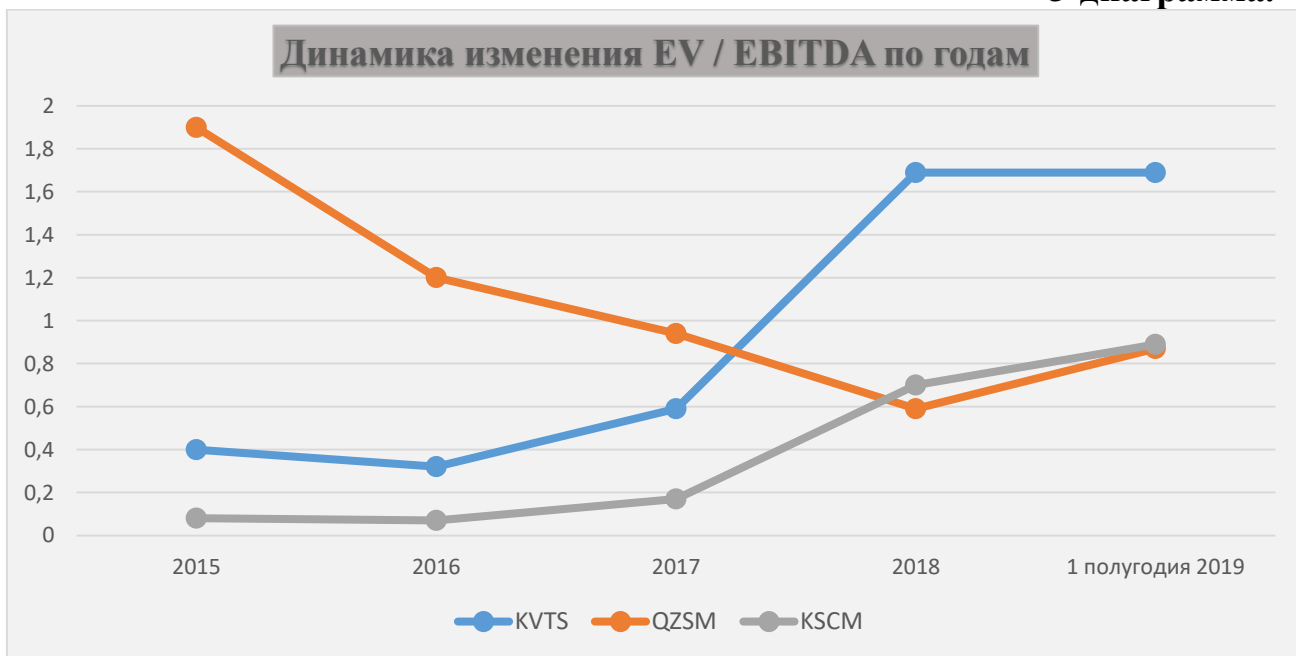
1. Прибыль до налогообложения;
2. Износ и амортизация;
3. Проценты уплаченные;
4. Проценты полученные.

Расчёт будем проводить по формуле:

$$\text{ЕВITDA} = \text{Прибыль до налогообложения} + \text{Износ и амортизация} + \text{Проценты уплаченные} - \text{Проценты полученные}$$

В 2015 году у компаний «Kvarts» показатель чистого долга 0, потому что в нем отсутствует долгосрочные и краткосрочные долговые обязательства. В анализируемым годам у АО «Qizilqumsement» показатель капитализации больше, чем в других компаниях. АО «Quvasoysement» имеет самую низкую капитализацию и самую низкую справедливую стоимость, далее стоимость увеличивается пропорционально рыночной капитализации. Динамику изменения мультипликатора EV/ЕВITDA показаны в 3-диаграммы.

3-диаграмма.<sup>11</sup>



<sup>11</sup> Использованы данные отчета акционерных обществ строительной отрасли Расчеты проведены РФБ “Тошкент”.

Как видно из диаграммы, мультипликатор EV/EBITDA АО «Qizilqumsement» с 2015 года снижается, у других компаний повышается. За 1 полугодие 2019 года показатель EV/EBITDA АО «Kvarts» 2,1, у АО «Qizilqumsement» 0,87, у АО «Quvasoyscement» показатель равен 0,89. Это говорит о том, что инвестиции инвесторов в акции АО «Kvarts» окупятся 2,1 года, в АО «Qizilqumsement» и «Quvasoyscement» за 11 месяцев.

## **Заключение**

На основе анализа выше, можно заключить, что все три компании являются подходящими для долгосрочного инвестирования. Компания АО «Qizilqumsement» показывает лучший результат по мультипликаторам, стабильный рост прибыли и некоторую недооцененность стоимости акций компании.

Снизившаяся прибыль АО «Kvarts» не будет иметь существенное влияние на оценку компании по причине того, что компания инвестировала значительную сумму в увеличение мощностей производства, что увеличит прибыль в будущем.

АО «Quvasoyscement» показал хороший результат по мультипликаторам, но ввиду существенного различия между рыночной и номинальной ценой акций, что приводит к чрезмерно высокой рыночной цене за одну акцию, сделки с акциями по причине низкого спроса и предложения проводятся нерегулярно, делая акции низколиквидными. Из-за этого трудно оценить реальную возможность покупки акций этой компании по прогнозируемым ценам, однако, стабильный рост цены наиболее вероятен.

Стоит добавить, что на фоне строительного бума в республике, спрос на продукцию данных компаний будет только расти, что также положительно скажется на прибыли данных компаний.