

Пастка P/E: Чому універсальних мультиплікаторів не існує і як правильно оцінювати компанії з різних секторів

1. Анатомія пастки P/E

Найпоширенішою, і водночас найнебезпечнішою, помилкою роздрібних інвесторів є сліпа віра в універсальність мультиплікатора Price-to-Earnings (P/E). Історично склалося так, що цей показник став масовим барометром для визначення того, чи є актив "дешевим", чи "дорогим".

Фундаментальна проблема цього мультиплікатора полягає безпосередньо в його знаменнику — показнику чистого прибутку (Net Income). Ця цифра формується за жорсткими правилами бухгалтерського обліку, такими як GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) у США. Варто розуміти, що стандарти GAAP створювалися переважно для захисту кредиторів та стандартизації податкових баз, а не для інвесторів, які шукають розуміння реальної здатності бізнесу генерувати вільний грошовий потік. Чистий прибуток є кінцевим результатом Звіту про фінансові результати (Income Statement), але до того, як стати фінальною цифрою, він проходить через жорна численних бухгалтерських коригувань, багато з яких не мають нічого спільного з реальною економікою підприємства.

Першим і найважливішим спотворенням є амортизація (Depreciation & Amortization). Згідно з принципами GAAP, компанія не може одномоментно списати вартість придбаних капітальних активів (наприклад, заводів, обладнання чи нерухомості). Натомість вона зобов'язана розподіляти ці витрати протягом усього терміну корисного використання активу. На практиці це означає, що компанія може генерувати колосальний операційний грошовий потік сьогодні, але через високі паперові амортизаційні відрахування від минулих інвестицій її офіційний Net Income буде штучно заниженим. У капіталомістких галузях це робить показник P/E абсолютно нерелевантним, створюючи ілюзію низької рентабельності.

Другим фактором є одноразові негрошові списання (Impairments) та витрати на реструктуризацію. Компанія може списати гудвіл (Goodwill)

після переоцінки невдалого історичного поглинання або сформувати резерви під потенційні судові позови. Ці дії проходять через звітність як витрати, що різко зменшують Net Income поточного періоду. У результаті абсолютно здоровий операційний бізнес може показати від'ємний чистий прибуток, що робить його P/E математично неіснуючим або аномально високим, хоча вільний грошовий потік залишається незмінним.

Третім, не менш критичним аспектом є вплив структури капіталу. Показник чистого прибутку розраховується після сплати відсоткових платежів за борговими зобов'язаннями (Interest Expense). Уявімо дві компанії з ідентичними активами та однаковим операційним прибутком. Одна компанія фінансується виключно за рахунок випуску акцій, а інша використовує агресивний леверидж (боргове фінансування). Компанія з боргом матиме значно менший чистий прибуток через сплату відсотків, а отже, її P/E буде вищим, ніж у конкурента без боргу. Спроба порівняти їх через P/E призведе до хибного висновку про операційну ефективність, оскільки мультиплікатор змішує результати операційної діяльності з рішеннями щодо структури капіталу.

Останнім часом дедалі більшої ваги набуває фактор винагороди акціями (Stock-Based Compensation, SBC). Сучасні технологічні компанії агресивно використовують опціони для залучення талантів. GAAP вимагає обліковувати емісію цих опціонів як операційні витрати, що зменшує чистий прибуток. Однак компанія не витрачає "живі" гроші в момент надання опціонів; натомість відбувається розмиття часток існуючих акціонерів.

Ефект "Value Trap" (Пастка вартості)

Розуміння недоліків бухгалтерського прибутку підводить нас до одного з найнебезпечніших явищ на фондовому ринку — "Пастки вартості" (Value Trap). Це ситуація, коли акція торгується за дуже низьким мультиплікатором (наприклад, P/E на рівні 5 - 10x), що створює ілюзію глибокої недооцінки, але насправді цей дисконт є повністю виправданим через фундаментальну та незворотну деградацію бізнесу.

Щоб зрозуміти, чому компанія з P/E = 5 часто є набагато гіршою інвестицією, ніж компанія з P/E = 40, необхідно звернутися до концепцій рентабельності інвестованого капіталу (Return on Invested Capital, ROIC) та темпів реінвестування. Компанія, що торгується з мультиплікатором 5x, як правило, працює в індустрії, що перебуває в стані стагнації або структурного занепаду (наприклад, традиційні друковані медіа або

застарілий офлайн-ритейл). Ринок ефективно дисконтує той факт, що її поточний прибуток є нестійким. Якщо сьогодні компанія заробляє \$1 на акцію, ринок прогнозує, що через технологічні зміни чи втрату конкурентних переваг (відсутність економічного рову) цей прибуток впаде до \$0.80 наступного року і до \$0.50 ще через рік. Інвестор, який купує акцію за \$5, вважаючи, що платить 5-кратний прибуток, насправді через три роки виявить, що заплатив 10-кратний прибуток за бізнес, який вмирає. Такі компанії часто не можуть реінвестувати капітал з прибутковістю, що перевищує їхню вартість капіталу (WACC), тому єдине, що їм залишається — це виплачувати дивіденди або накопичувати борги. З іншого боку, компанія з мультиплікатором $P/E = 40$ може виглядати дорогою. Проте такі мультиплікатори часто присвоюються компаніям, які володіють потужним економічним ровом і генерують високий ROIC (наприклад, 30-40%). Більше того, вони мають можливість реінвестувати весь свій операційний грошовий потік назад у бізнес за цією ж високою ставкою. Якщо така компанія зростає на 40% щорічно, математика складного відсотка швидко змінює картину. Завдяки експоненційному зростанню знаменника, поточний P/E у 40 може трансформуватися у форвардний P/E (на 3 роки вперед) на рівні 15х. Високий мультиплікатор є премією, яку ринок свідомо платить за тривалість (duration) конкурентної переваги, високу маржинальність та довгострокову передбачуваність грошових потоків.

2. Секторальний розбір

Економіка складається з секторів, що мають кардинально різні рушійні сили створення вартості. Оцінювати розробника хмарного програмного забезпечення та транснаціональний банк за допомогою одного інструментарію неможливо. Для кожного ключового сектору Wall Street розробив власні еталонні метрики, що очищають бухгалтерський шум і дозволяють побачити справжню економіку бізнесу.

Сектор Tech & SaaS (Хмарні технології, Програмне забезпечення)

Сучасні компанії моделі Software as a Service (SaaS) кардинально змінили уявлення про фінансовий аналіз. Їхня бізнес-модель характеризується надзвичайно високою валовою маржинальністю (Gross Margin часто перевищує 80%), регулярними підписочними доходами (Annual Recurring Revenue, ARR) та майже нульовими витратами на обслуговування кожного наступного клієнта. Проте їхній P/E майже завжди виглядає

катастрофічно: він або від'ємний через значні збитки, або досягає абсурдних значень (понад 200x) під час переходу до прибутковості. Причина, чому P/E не працює для SaaS, криється в правилах бухгалтерського обліку. Згідно з GAAP, витрати на залучення клієнта (Customer Acquisition Cost, CAC) — маркетинг, реклама, комісійні відділу продажів — компанія зобов'язана визнавати як витрати відразу, в поточному періоді. Водночас дохід від цього клієнта за підпискою визнається рівномірно (ratably) протягом усього терміну дії контракту, що може розтягнутися на 3-5 років. Отже, чим успішніша SaaS-компанія і чим швидше вона залучає нових клієнтів, тим глибші бухгалтерські збитки вона демонструє сьогодні. Яскравим історичним прикладом є Amazon (AMZN) у період свого агресивного зростання, коли компанія реінвестувала кожен доступний цент у розширення інфраструктури та захоплення частки ринку. Ринок роками ігнорував відсутність чистого прибутку Amazon, оскільки бачив стрімке зростання операційного грошового потоку. Сьогоднішня SaaS-індустрія оцінюється за аналогічною логікою.

Замість P/E для оцінки технологічних компаній використовують специфічні метрики, що фокусуються на виручці, темпах росту та утриманні клієнтів. Еталоном для визначення вартості є мультиплікатор **EV/Sales (Enterprise Value to Sales)**, а точніше EV до форвардної або поточної регулярної виручки (ARR). Щоб зрозуміти, який мультиплікатор EV/Sales є справедливим для конкретної компанії (наприклад, чи заслуговує вона на оцінку в 5x, чи в 20x), аналітики використовують два фундаментальні критерії: "Правило 40" та "Чисте утримання доходу".

Правило 40 (Rule of 40) — це галузевий стандарт, який вимірює здатність керівництва балансувати між агресивним зростанням та ефективністю використання капіталу. Правило стверджує, що для здорової SaaS-компанії сума темпу росту виручки (YoY Growth Rate) та маржі прибутку має дорівнювати або перевищувати 40%. Хоча існують різні підходи до визначення маржі (наприклад, EBITDA або операційний прибуток), для зрілих публічних компаній еталоном є маржа вільного грошового потоку (FCF Margin).

Гнучкість "Правила 40" дозволяє оцінювати компанії на різних стадіях життєвого циклу:

- Компанія на стадії гіперросту може збільшувати виручку на 60% на рік, при цьому спалюючи гроші з FCF маржею -15%. Її сума дорівнює 45%, що є чудовим результатом.

- Більш зріла компанія може зростати лише на 20%, але генерувати солідну FCF маржу у 25%. Її сума також становить 45%.

Дослідження публічного ринку та M&A транзакцій доводять, що "Правило 40" має найвищу кореляцію з мультиплікатором EV/Sales серед усіх можливих метрик.

Показник "Rule of 40"	Статус компанії	Типовий мультиплікатор EV/NTM Revenue	Приклади (Історичні лідери ринку)
60%+	Найкращі в класі (Best-in-class)	15x – 25x	Cloudflare (NET), Datadog (DDOG)
40% – 60%	Преміальний рівень	8x – 15x	MongoDB (MDB), Snowflake (SNOW)
20% – 40%	Медіана ринку	5x – 8x	HubSpot (HUBS)
< 20%	Проблемні активи (Turnaround)	3x – 5x	Legacy-розробники ПЗ

Не менш важливою метрикою є **Net Revenue Retention (NRR)** — чисте утримання доходу. Цей показник розраховує, скільки доходу компанія отримує від існуючої когорти клієнтів через рік, враховуючи відтік (Churn) та розширення підписок (Upsell/Cross-sell). Якщо NRR становить 120%, це означає, що клієнти настільки глибоко інтегрували продукт у свої бізнес-процеси, що збільшують витрати на нього. Навіть без залучення жодного нового клієнта, компанія зростатиме на 20% щороку з нульовими

витратами на маркетинг. Аналіз показує, що компанії з NRR вище 120% торгуються з суттєвою премією, оскільки їхній ріст є передбачуваним і захищеним.

Проте завжди повинені коригувати FCF Yield на **Stock-Based Compensation (SBC)**. Багато компаній показують привабливу FCF маржу лише тому, що виплачують мільярди доларів співробітникам у вигляді акцій. З погляду GAAP, FCF — це готівка, а опціони не вимагають прямого грошового відтоку в момент емісії. Наприклад, компанія Figma перед запланованим IPO звітувала про \$1.25 млрд чистих збитків, які майже повністю склалися з \$1.36 млрд негрошових витрат на SBC. Проте ця емісія акцій невпинно розмиває частку міноритарних інвесторів, зменшуючи прибуток на акцію у майбутньому. Тому інституційні інвестори вираховують SBC з операційного грошового потоку, щоб отримати справжню економічну картину вільного капіталу.

Сектор Financials (Банки та Страхування)

Аналіз фінансового сектору вимагає повної відмови від метрик, що використовуються для технологічних або промислових компаній. Поняття Enterprise Value (EV) тут втрачає свій класичний сенс. Для виробничої компанії борг — це інструмент левериджу, який фінансує машини та заводи. Для банку депозити та запозичення клієнтів (які юридично є боргом банку) є безпосередньою сировиною, з якої він створює свій продукт — кредити. Тому показники на кшталт EV/EBITDA для банків не застосовуються взагалі.

Чому класичний P/E банків майже завжди виглядає "дешевим" і несе в собі значну небезпеку? Історично банки торгуються з P/E в межах 9х-13х. Роздрібний інвестор, побачивши банк з мультиплікатором 8х, може помилково вважати його глибоко недооціненим. Проте цей мультиплікатор сильно викривлений проциклічністю банківської діяльності та змінами в стандартах резервування, зокрема стандартом **CECL (Current Expected Credit Losses)**.

До впровадження CECL банки формували резерви лише тоді, коли збитки за кредитами ставали ймовірними (Incurred Loss model). Стандарт CECL докорінно змінив цю парадигму. Тепер банки зобов'язані формувати резерви на очікувані кредитні втрати за *весь термін життя кредиту* одразу в момент його видачі, ґрунтуючись на макроекономічних прогнозах. Це означає, що якщо економічні прогнози (наприклад, щодо безробіття або цін на нерухомість) погіршуються, банк змушений

одномоментно створити величезні резерви через Звіт про прибутки та збитки (через лінію Provision for Credit Losses). Ці відрахування катастрофічно зменшують Net Income, роздуваючи P/E, хоча реальних дефолтів серед позичальників ще не відбулося. Через таку волатильність чистого прибутку, що базується на суб'єктивних макромоделях менеджменту, P/E є поганим компасом.

Головними орієнтирами для оцінки банків є балансові показники: **P/B (Price-to-Book)** та **P/TBV (Price-to-Tangible Book Value)**. P/TBV є більш консервативним, оскільки віднімає від власного капіталу гудвіл та інші нематеріальні активи, залишаючи лише матеріальний капітал, який може покривати збитки. Ринок платить за матеріальний капітал банку в залежності від того, наскільки ефективно менеджмент може генерувати на нього прибуток. Ця ефективність вимірюється через **ROE (Return on Equity)** та **ROTCE (Return on Tangible Common Equity)**.

Залежність між P/TBV та ROTCE є залізним законом банківської оцінки:

- Якщо банк генерує ROTCE на рівні вартості свого капіталу (Cost of Equity, COE, зазвичай близько 10%), він повинен торгуватися за власною балансовою вартістю ($P/TBV = 1.0x$).
- Якщо банк стабільно генерує ROTCE вище 15%, ринок сприймає його як машину зі створення акціонерної вартості, і винагороджує мультиплікатором $P/TBV > 1.5x$ або навіть вище $2.0x$. Наприклад, **JPMorgan Chase (JPM)** є еталоном якості на Wall Street. Його ROTCE стабільно тримається в діапазоні 15-20%, що дозволяє акціям JPM торгуватися зі значною премією до балансової вартості (часто близько $2.0x$ P/TBV). З іншого боку, купівля європейського банку чи умовного Bank of America (BAC) у кризові періоди за дисконтом ($P/TBV = 0.6x$) не є гарантією успіху, якщо банк генерує ROTCE лише 6%. Це класична пастка вартості — ринок справедливо дисконтує капітал, який працює неефективно і повільно руйнується.

Сектор Real Estate (REITs — Фонди нерухомості)

Якщо інвестор використовує мультиплікатор P/E для оцінки акцій Real Estate Investment Trusts (REITs), він робить критичну категорійну помилку. Структура звітності GAAP створює навколо фондів нерухомості густу хмару ілюзій, яку можна розсіяти лише за допомогою галузевих метрик.

Згідно з GAAP, будівля розглядається як актив, що зношується і підлягає обов'язковій амортизації (Depreciation). Якщо REIT придбав великий логістичний комплекс або портфель супермаркетів за \$500 мільйонів, бухгалтерські стандарти змушують компанію списувати цю вартість рівними частинами протягом багатьох років. Ця амортизація проходить через звіт про прибутки та збитки як витрати, що різко зменшує офіційний Net Income та показник EPS (Earnings Per Share). Проблема полягає в тому, що на відміну від фабричного обладнання, якісна комерційна нерухомість з часом зазвичай не знецінюється, а навпаки — зростає в ціні. Таким чином, бухгалтерський облік фіксує паперове знецінення активів, тоді як їхня реальна ринкова вартість зростає.

Через це штучне заниження прибутку, P/E здорового фонду нерухомості може становити 40х, 60х, а іноді й бути від'ємним. Щоб вирішити цю проблему, Національна асоціація інвестиційних фондів нерухомості (Nareit) ввела стандартизований показник **FFO (Funds From Operations)**. **FFO** очищає дохід від бухгалтерських викривлень. Він розраховується так: **FFO = Net Income + Depreciation & Amortization (Амортизація нерухомості) - Gains on Property Sales (Разовий прибуток від продажу об'єктів)**. Ми додаємо назад амортизацію, оскільки вона не є грошовими витратами, і віднімаємо доходи від продажу об'єктів, оскільки продаж будівель не є регулярним джерелом операційного доходу REIT. Саме мультиплікатор **P/FFO** замінює P/E у світі нерухомості. Наприклад, компанія **Realty Income (O)** може мати лякаючий P/E, але її P/FFO історично коливається в раціональному діапазоні 13х-16х.

Однак навіть FFO не є ідеальним. Будівлі потребують реальних грошових вкладень: ремонт даху, заміна ліфтів, перепланування для нових орендарів. Ці витрати не враховуються у FFO. Тому аналітики опускаються на рівень глибше до **AFFO (Adjusted Funds From Operations)**. **AFFO = FFO - Maintenance Capex (Капітальні витрати на підтримку) - Straight-Line Rent Adjustments (Коригування лінійної оренди)**. AFFO є найближчим аналогом вільного грошового потоку для фондів нерухомості.

Сектор Commodities & Cyclical (Нафта, Метали, Циклічні компанії)

Оцінка сировинних та сильно циклічних компаній вимагає цілковитого перевороту класичної інвестиційної логіки. Якщо ви спробуєте застосувати стандартну стратегію "купуй дешево за P/E" до виробників нафти, газу або металів, ви ризикуєте втратити більшу частину свого

капіталу. Тут панує феномен, відомий як **"Перевернутий P/E" (Inverted P/E)**.

Доходи сировинних компаній безпосередньо залежать від глобальних макроекономічних циклів та спотових цін на базовий товар, які не контролюються менеджментом. Розглянемо динаміку на прикладі енергетичного циклу:

1. **Дно циклу (Trough):** Коли економіка сповільнюється або настає криза, ціни на сировину (наприклад, на нафту) обвалюються. Прибутки енергетичних гігантів падають до нуля або вони фіксують мільярдні збитки. Оскільки знаменник (Earnings) прямує до нуля, математичний показник P/E злітає до астрономічних висот (30х, 50х, 100х) або стає нерелевантним (від'ємним). Для новачка акція виглядає жахливо дорогою. Проте досвідчений інвестор знає: *саме на дні циклу, коли P/E найвищий, сировинні активи є найбільш недооціненими*. Це найкращий час для купівлі активів з глибоким дисконтом, поки пропозиція на ринку скорочується через недоінвестування.
2. **Пік циклу (Peak):** Коли економіка перегріта або виникає геополітичний шок пропозиції, ціни на сировину б'ють рекорди. Компанії звітують про небачені історичні надприбутки. Завдяки роздутому знаменнику (Earnings), їхній P/E падає до рекордно низьких значень (наприклад, 4х–6х). Інвестор бачить показник P/E = 5 і сприймає акцію як "вигідну угоду" (Value Play). Це смертельна помилка. Ринок (смайт-мані) розуміє, що надвисокі ціни на сировину стимулюватимуть нове виробництво і зрештою призведуть до обвалу цін. Тому він відмовляється платити високий мультиплікатор за короткострокові "пікові" прибутки. Низький P/E тут є індикатором максимального ризику розвороту циклу.

3. EV/EBITDA як краща (але не ідеальна) альтернатива

Якщо мультиплікатор P/E настільки вразливий до бухгалтерських маніпуляцій, левериджу та негрошових списань, то якою є базова метрика Волл-Стріт для порівняння промислових, виробничих та капіталомістких секторів? Відповідь — мультиплікатор **EV/EBITDA**.

В основі EV/EBITDA лежить концепція **нейтралітету структури капіталу (Capital-Structure Neutrality)**. Цей підхід глибоко спирається на фінансову теорему Модільяні-Міллера, яка стверджує, що загальна

вартість підприємства визначається його операційними активами та здатністю генерувати прибуток, а не тим, як саме ці активи профінансовані (боргом чи власним капіталом).

Enterprise Value (EV - Вартість підприємства) представляє справжню економічну ціну компанії у випадку її повного поглинання. Алгоритм розрахунку EV виглядає так: $EV = \text{Market Capitalization (Ринкова капіталізація, тобто вартість акцій)} + \text{Total Debt (Весь короткостроковий та довгостроковий борг)} + \text{Preferred Stock (Привілейовані акції)} + \text{Minority Interest (Частка меншості)} - \text{Cash \& Cash Equivalents (Готівка на рахунках)}$.

Логіка проста: якщо покупець хоче придбати бізнес, він повинен не лише викупити всі акції у міноритаріїв, але й взяти на себе юридичну відповідальність за погашення всіх існуючих банківських кредитів та облігацій. Однак, отримуючи контроль над компанією, покупець отримує і її банківські рахунки. Цю готівку можна негайно використати для погашення частини боргу, тому вона зменшує фактичну суму, яку покупець виймає з кишені. Таким чином, EV відображає сукупну вартість операційного ядра бізнесу для всіх постачальників капіталу.

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), у свою чергу, показує операційну прибутковість цього ядра бізнесу до того, як будуть враховані витрати на фінансування (відсотки за боргом), податки (які залежать від юрисдикції) та бухгалтерська амортизація (яка залежить від методів обліку).

Чому нейтралітет структури капіталу настільки важливий? Розглянемо детальний приклад двох ідентичних компаній.

Метрика	Компанія А (Без боргу)	Компанія Б (Високий рівень боргу)
Ринкова капіталізація (Equity)	\$8,000 млн	\$5,000 млн
Борг (Debt)	\$1,000 млн	\$4,000 млн
Готівка (Cash)	\$500 млн	\$500 млн

EBITDA	\$1,000 млн	\$1,000 млн
Відсотки за боргом (Interest Expense @ 5%)	\$50 млн	\$200 млн
Чистий прибуток (Net Income)	\$563 млн	\$450 млн
P/E (Price-to-Earnings)	14.2x	11.1x
Enterprise Value (EV)	\$8,500 млн	\$8,500 млн
EV/EBITDA	8.5x	8.5x

Інвестор, що покладається виключно на P/E, дійде висновку, що Компанія Б (P/E = 11.1x) є більш привабливою інвестицією, ніж Компанія А (P/E = 14.2x). Але це оптична ілюзія! Компанія Б виглядає "дешевшою" за P/E лише тому, що її Net Income агресивно з'їдається відсотками за величезним боргом. Як тільки ми переходимо до рівня EV/EBITDA, ми бачимо, що операційно обидві компанії ідентичні й оцінюються ринком абсолютно однаково — 8.5x.

Цей мультиплікатор є абсолютним еталоном для секторів із високою капіталомісткістю та активним використанням леввериджу:

1. **Телекомунікації (Telecom):** Компанії на кшталт AT&T, Verizon або T-Mobile вимагають мільярдних капітальних інвестицій у мережі 5G або оптиковолоконні кабелі. Ці активи генерують величезні амортизаційні списання. Крім того, телекоми працюють із надзвичайно високим борговим навантаженням. Використання P/E тут є абсолютно деструктивним, тоді як EV/EBITDA дозволяє легко порівнювати компанії з різних країн.

2. **Промисловість, Авіалінії, Виробництво (Industrials, Airlines, Auto):** Заводи, літаки та конвеєри амортизуються роками. Завдяки EV/EBITDA інвестор може очистити оцінку від податкових та амортизаційних викривлень.

Обмеження: EV/EBITDA не є Святим Граалем. Найбільша його слабкість — ігнорування капітальних витрат (Capital Expenditures, CapEx). Амортизація додається назад, створюючи враження високого грошового потоку. Проте, якщо компанія (наприклад, авіаперевізник чи металургійний комбінат) змушена постійно реінвестувати всю свою EBITDA у заміну зношеного обладнання просто для того, щоб підтримувати поточний рівень виробництва, її реальний вільний грошовий потік (Free Cash Flow) для акціонерів дорівнюватиме нулю. Великі інвестори (зокрема, Чарлі Мангер) часто критикували сліпу довіру до EBITDA саме через це "відривання" показника від реальних грошових витрат. Тому EV/EBITDA завжди слід доповнювати аналізом EV/FCF (де $FCF = EBITDA - CapEx - \text{Зміни в робочому капіталі} - \text{Податки} - \text{Відсотки}$).

4. Висновок-алгоритм: Як швидко оцінити тікер

Щоб не потрапити у пастку P/E та застосовувати фундаментальний підхід до оцінки активів, інвестор повинен діяти як алгоритм.

Побачивши новий тікер, пройдіть наступний чек-лист:

Крок 1. Сегрегація за бізнес-моделлю (Який це сектор?) Зрозумійте природу активів та джерела доходів компанії.

- Якщо це банк, страховик або фінансова компанія — **Перейдіть до Кроку 2А.**
- Якщо це фонд нерухомості (REIT) — **Перейдіть до Кроку 2Б.**
- Якщо це розробник програмного забезпечення (SaaS, Cloud) — **Перейдіть до Кроку 2В.**
- Якщо це виробник сировини (Нафта, Метали, Циклічний бізнес) — **Перейдіть до Кроку 2Г.**
- Якщо це промисловість, телеком або класичний M&A таргет — **Перейдіть до Кроку 2Д.**

Крок 2. Вибір та застосування профільного мультиплікатора

- **2А. Фінанси (Banks/Insurance):** Ігноруйте P/E через волатильність відрахувань (CECL). Орієнтиром є **P/B** або **P/TBV** (Price-to-Tangible Book Value). Визначте справедливість цього мультиплікатора через

рентабельність матеріального капіталу (**ROTCE**). Шукайте банки з $ROTCE > 15\%$ (як JPM), які виправдано торгуються за $P/TBV > 1.5x$. Уникайте "дешевих" банків з низьким ROE.

- **2Б. Нерухомість (REITs):** Забудьте про Net Income, він спотворений амортизацією. Дивіться виключно на **P/FFO** для розуміння оцінки прибутковості та **P/AFFO** для аналізу безпеки дивідендів. Для фундаментальної вартості розрахуйте або знайдіть консенсус **NAV**, щоб визначити, чи торгується REIT з премією чи дисконтом до своїх будівель.
- **2В. Tech & SaaS (Хмарні сервіси):** Збитки на поточному етапі є нормою, якщо вони генерують високий довічний дохід клієнта (LTV). Використовуйте **EV/Sales** (EV/ARR). Ранжуйте компанії за **Rule of 40** (Зростання + FCF Маржа). Показник вище 40-50% виправдовує високі мультиплікатори. Перевіряйте **Net Revenue Retention (NRR)** — ідеал $> 120\%$. Завжди коригуйте FCF на виплати опціонами (SBC), щоб не стати жертвою розмиття акціонерного капіталу.
- **2Г. Commodities & Cyclical:** Уникайте пастки "Inverted P/E". Не купуйте сировинні акції, коли їхній P/E перебуває на історичному мінімумі (це ознака піку циклу). Оцінюйте компанію, базуючись на середньоциклічних цінах на сировину (Mid-cycle earnings).
- **2Д. Промисловість та Телеком:** Використовуйте **EV/EBITDA** для згладжування відмінностей у структурі капіталу (боргах) та амортизації.

Крок 3. Перевірка на "Пастку вартості" (Value Trap Check) Якщо мультиплікатор компанії видається аномально дешевим порівняно з конкурентами у своєму секторі (наприклад, $EV/EBITDA = 4x$ при середньому $10x$), проведіть швидкий тест на фундаментальну деградацію:

1. Чи має компанія хронічний спад виручки або звуження валової маржі (Gross Margin)?
2. Чи є її бізнес-модель мішенню для жорсткої технологічної дизрапції?
3. Чи є компанія "зомбі", де обслуговування боргу (Interest Expense) з'їдає майже весь операційний прибуток? Якщо хоча б одна відповідь ствердна, низький мультиплікатор є не ринковою неефективністю, а цілком об'єктивним дисконтом за високий ризик.

Крок 4. Аналіз конверсії (Free Cash Flow Conversion) Фінальний крок. Перевірте, чи матеріалізується бухгалтерський прибуток або EBITDA у

реальні гроші. Відніміть від операційного грошового потоку капітальні витрати на підтримку бізнесу (Maintenance CapEx). Якщо компанія має привабливий P/E або EV/EBITDA, але роками спалює вільний грошовий потік, вона не створює довгострокової вартості для акціонерів. Вартість активу завжди дорівнює сумі його майбутніх дисконтованих вільних грошових потоків, а мультиплікатори — це лише короткі шляхи до цієї істини.