Юнисервис Капитал

КАК ВЫСОКАЯ ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА влияет на капитализацию компании

Октябрь 2026

Содержание

1 **Введение** 3

2 **Где проходит порог токсичности** 4

3 **Иллюзия дешевизны: кому на самом деле принадлежит бизнес** 6

4 **Акционерный капитал как «опцион на дефолт»** 7

5 **Резюме для инвестора** 8

1 Введение

Жесткая денежно-кредитная политика Банка России стала стресс-тестом для фондового рынка. Акции компаний с NetDebt/EBITDA >3,0х за 9 месяцев 2026 года упали в среднем на 31,5% — вдвое сильнее, чем у эмитентов с умеренным долгом. При двузначной ключевой ставке стоимость обслуживания долга стала главным фактором рыночной оценки. Финансовый рычаг, который раньше разгонял ROE, сегодня для закредитованных компаний разрушает акционерную стоимость. О влиянии долговой нагрузки на капитализацию — в исследовании аналитиков «Юнисервис Капитал».

2 Где проходит порог токсичности

Анализ динамики котировок нефинансовых эмитентов Московской биржи за 9 месяцев 2026 года позволяет определить водораздел, за которым рынок перестаёт прощать компаниям дорогой заёмный капитал.

Распределение эмитентов по уровню долговой нагрузки

3 квартал 2026 г.

Группа по долговой нагрузке	Порог NetDebt/EBITDA	Количество компаний (распределение,%)	Среднее изменение цены за 9 мес.	Количество эмитентов в росте
Долг отсутствует	≤ 0	53 (31%)	−8,7%	15
Низкая	0 <x ≤ 3	66 (39%)	−18,9%	12
Повышенная	3 <x ≤ 5	21 (12%)	−31,5%	3
Высокая	> 5	12 (7%)	−30,5%	1
Отрицательная EBITDA	—	19 (11%)	-34%	0

Источник: свод финансовых данных Московской биржи и smart-lab.ru

Около трети компаний вообще не имеют чистого долга, но макроэкономическая турбулентность затронула и их: акции просели в среднем на 8,7%. Высокий долг — не единственный, но критически значимый фактор риска. Главный вывод: весь положительный результат рынка сосредоточен в зоне минимального левериджа. 27 из 31 эмитента, показавших рост, относятся к группам без долга или с низкой долговой нагрузкой.

Зона стабильности: где сосредоточены 27 лидеров роста

Рынок покупает не «истории будущего роста», а устойчивость «здесь и сейчас». В условиях дорогих денег инвестиционный потенциал почти полностью сконцентрирован в компаниях с минимальным левериджем.

Группа «Долг отсутствует» (≤ 0)

Эти эмитенты развиваются за счет собственных средств и минимальных заимствований. Среди лидеров роста — «Славнефть-ЯНОС», «Саратовэнерго», «Волгоградэнергосбыт». Рост есть не только в нефти и энергетике, но и в реальном секторе. Пример — «Ламбумиз», производитель упаковки: когда кредиты стали заградительными, отсутствие высокого долга и наличие собственного капитала позволили компании войти в узкий список растущих бумаг, продолжить реализацию инвестиционных проектов и платить дивиденды.

Группа «Низкая долговая нагрузка» (0 <x ≤ 3)

Здесь рынок выделяет тех, кто эффективно управляет рычагом. Среди лидеров — «Группа Черкизово», «Сахалинэнерго», «ЮГК».

Отдельно стоит отметить кейсы целенаправленного снижения долга:

- «Группа Позитив» сократила чистый долг на 38%, нагрузка снизилась с 1,7x до 0,8x EBITDA. Это укрепило устойчивость бизнеса и привело к росту котировок.
- «Инкаб Холдинг» — пример оздоровления баланса через IPO. Чистый долг снижен на 55%, нагрузка — с 3,5x до 1,3x. Процентные расходы резко упали, создав базу для роста прибыли и будущих дивидендов. Реакция рынка была краткосрочной: +7% в день отчетности. Акционеры оценили улучшение устойчивости, но бумага выглядит недооцененной.

Зона повышенного и высокого риска: где долги «съедают» капитал

Для компаний с NetDebt/EBITDA выше 3,0х двузначная ключевая ставка стала значимой угрозой. На отметке 3,0х проходит «точка невозврата»: падение котировок удваивается по сравнению с умеренно закредитованными компаниями.

В группе с высокой нагрузкой (> 5х) ситуация у большинства эмитентов близка к критической: «КАМАЗ», «Русал», «ТМК», «Якутскэнерго», «ЕвроТранс» и др. Главная проблема — нехватка внутреннего операционного потока даже для выплаты процентов. Компании попадают в кредитную спираль: ради обслуживания старых долгов приходится занимать снова по заградительным ставкам.

Кейс «ЕвроТранс» — классический пример провала модели агрессивного роста на заемном капитале. При долге 75,5 млрд руб. и резком удорожании кредитов компания утратила способность обслуживать обязательства. Результат — дефолт по всем выпускам облигаций, иски о банкротстве от крупнейших банков и обвал акций на 85%.

3 Иллюзия дешевизны: кому на самом деле принадлежит бизнес

Главная ошибка частных инвесторов в кризис — покупать акции компаний, которые «упали на 70–80%», в надежде на дешевизну. Анализ структуры Enterprise Value (EV = Капитализация + Чистый долг) доказывает: падение акций закредитованной компании не делает ее дешевой.

Оценка стоимости и мультипликаторы по уровням долговой нагрузки

2026 г.

Группа по долговой нагрузке	Порог NetDebt/EBITDA	Среднее значение EV/EBITDA	Среднее значение EV/Капитализацию
Долг отсутствует	≤ 0	3,4	0,7
Низкая	0 <x ≤ 3	4,7	2,1
Повышенная	3 <x ≤ 5	6,0	5,9
Высокая	> 5	18,6	6,5
Отрицательная EBITDA	—	—	4,3

Сдвиг контроля на пороге 3,0x

При умеренном долге среднее соотношение EV/Капитализация составляет комфортные 2,1x — доли кредиторов и акционеров почти равны (52% на 48%). Но при превышении 3,0x мультипликатор взлетает до 5,9–6,5x. Это означает, что до 85% стоимости компании составляют долги перед банками. Акционерный капитал сжимается до тонкой 15-процентной «прослойки», которая сгорает первой при малейшем сжатии операционной прибыли.

Парадокс EV/EBITDA

Эмитенты без долга торгуются по медианному уровню 3,4x EV/EBITDA. У закредитованных компаний показатель достигает аномальных 18,6x. Падение котировок не делает бизнес дешевым: капитализация рухнула, но накопленный долг продолжает раздувать EV на фоне падающей прибыли.

Кейс девелоперов

После обвала котировок на 76% с начала года капитализация ГК «Самолет» к концу сентября опустилась до 14,5 млрд руб. Для сравнения: капитализация GloraX — 9,7 млрд руб. при выручке 50 млрд руб. против 313 млрд руб. у «Самолета». Компания с выручкой в 6 раз больше опережает конкурента по стоимости акционерного капитала всего в 1,5 раза. Но за низкой ценой акций «Самолета» скрываются сотни миллиардов рублей корпоративного долга и проектных кредитов: EV в 30 раз превышает капитализацию — абсолютный рекорд на Мосбирже. При мультипликаторах NetDebt/EBITDA 3,9x и EV/EBITDA 4,0x инвестор приобретает не «дешевые квадратные метры», а гигантский кредитный портфель, возврат и обслуживание которого целиком зависят от графиков реализации строительных проектов, достаточности источников финансирования и темпов продаж жилья в условиях жесткой ДКП. При этом высокая доля долга в структуре EV — отраслевая норма для девелоперов, поэтому сам по себе мультипликатор EV/Капитализация > 3x не должен автоматически трактоваться как признак токсичности.

4 Акционерный капитал как «опцион на дефолт»

В финансовой теории ситуация, когда долг кратно превышает капитализацию, описывается концепцией «Equity as a call option on debt». Когда EV на 90–95% состоит из долга, акционеры принимают на себя весь операционный риск.

Кейс «Якутскэнерго» — эталонный пример вымывания акционеров. При рыночной капитализации 4,4 млрд руб. чистый долг достигает 111 млрд руб., превышая стоимость акционерного капитала в 25 раз. Мультипликатор EV/EBITDA взлетает до 28x, EV/Капитализация — до 21,2x. Фактически 95% стоимости предприятия уже принадлежит банкам-кредиторам.

Для миноритарных инвесторов закредитованных компаний возникают два главных риска:

1. Жесткое размытие доли (допэмиссия / SPO). Если операционного потока не хватает на проценты, а рефинансирование закрыто, компания гасит долг за счет выпуска новых акций. Мега-допэмиссия VK в 2025 году (+60% новых акций) обвалила EPS почти на 37% и катастрофически размыла доли действующих держателей.
2. Конвертация долга в капитал (Debt-to-Equity Swap). При угрозе дефолта банки могут конвертировать кредиты в контрольный пакет. Подобная угроза нависает над рядом закредитованных застройщиков и инфраструктурных компаний. На международном рынке это привело к фактическому обнулению акционеров Atos, перешедшего под контроль кредиторов.

5 Резюме для инвестора

В условиях жесткой ДКП и ключевой ставки выше 15% высокий долг стал главным фактором уничтожения стоимости. Покупка акций с NetDebt/EBITDA выше 3,0х — это не инвестиция в реальный бизнес, а высокорискованная ставка на выживание эмитента и милость банков-кредиторов. В выигрыше остаются инвесторы, выбирающие финансовую устойчивость: компании с минимальным или отрицательным долгом, стабильным денежным потоком, способные финансировать инвестиции из собственной прибыли и стабильно делиться ею через дивиденды.

Юнисервис Капитал

Контакты

АО «Инвестиционная компания Юнисервис Капитал»

630099, Новосибирск, ул. Романова, 28
+7 (383) 309-27-40

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей.

АО «Инвестиционная компания Юнисервис Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.