

УДК 330.322

Г. М. Филюк,

д. е. н., професор, завідувач кафедри теоретичної та прикладної економіки,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

О. О. Сніцаренко,

директор інвестиційно-банківської діяльності ІК АРТ-КАПІТАЛ,
диплом магістра Колумбійського університету

Г. М. Стешенко,

аналітик ІК АРТ-КАПІТАЛ, асистент кафедри обчислюваної математики факультету
кібернетики, Київський національний університет імені Тараса Шевченка

МЕТОДИ ОЦІНКИ АГРОКОМПАНІЙ В УКРАЇНІ

Метою даної статті є аналіз сучасних теоретичних і практичних аспектів використання методів оцінки аграрних компаній. Під час світової фінансової кризи 2008—2010 років аграрні компанії України були і залишаються найпривабливішими об'єктами для іноземних інвестицій у сучасних економічних умовах України.

This article is written in order to highlight certain modern practical and theoretical issues of applying the methods of evaluating agricultural companies. During the world financial crisis of 2008—2010 Ukrainian agricultural companies were the most attractive targets for foreign investments in current Ukrainian economic conditions.

ВСТУП

Сільське господарство є однією із найважливіших галузей в усіх країнах. Агробізнес в Україні є одним із небагатьох секторів національної економіки, який успішно пережив світову фінансову кризу в 2008—2009 роках. У 2010 році багато українських агрокомпаній провели IPO (публічне первинне розміщення акцій) на Варшавській фондовій біржі, в той час як компанії інших секторів економіки не показували таку активність у залученні іноземного капіталу за допомогою такого інструменту. Оцінка компаній при проведенні IPO (та інших фінансових інструментів) стає дуже важливим етапом, де без залучення інвестиційного банку з відповідним досвідом успішної роботи в аграрному секторі не обійтись. При проведенні IPO оцінка компанії стає відправною точкою при встановленні ціни розміщення акцій.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Перед тим як залучати іноземні інвестиції шляхом IPO, приватного розміщення акцій або випуску єврооблігацій на міжнародних ринках агрокомпанії треба провести інвестиційну оцінку. Інвестиційну оцінку проводять професійні учасники фінансового і фондового ринку, як правило, це інвестиційні банки з достатнім досвідом роботи у відповідному секторі. Метою цієї аналітичної статті є проаналізувати деякі теоретичні та практичні моменти, пов'язані з оцінкою агрокомпаній в Україні згідно з міжнародними стандартами проведення інвестиційної оцінки. Головна увага буде приділена порівняльному методу і методу дисконтування грошових потоків.

РЕЗУЛЬТАТИ

Існує три підходи до оцінки. Перший з них — оцінка дисконтованих грошових потоків (discounted cash flow — скорочено "DCF") — співвідносить вартість активу з поточною вартістю очікуваних у майбутньому грошових потоків, що приходять на даний актив. Згідно другого підходу, визначеному як порівняльна оцінка, вартість активу потрібно розраховувати, аналізуючи ціноутворення аналогічних активів, пов'язуючи їх з будь-якою змінною (наприклад, дохід, грошовий потік тощо). Третій підхід — оцінка умовних вимог

— припускає використання моделі ціноутворення опціонів для розрахунку вартості активів, що мають характеристики опціонів. Деякі такі активи — це фінансові активи, що обертуються на ринку (варанти), інші активи не є активами, якими торгують, а є реальними активами (проекти, патенти, запаси нафти) [1].

Основними методами оцінки агрокомпаній в Україні є метод дисконтування майбутніх грошових потоків та порівняльний аналіз. Метод дисконтування майбутніх грошових потоків (DCF) є найпопулярніший метод оцінки вартості компаній, які мають додатний грошовий потік. Фундамент, який лежить в основі цього методу, — це правило приведеної вартості (present value — PV), згідно якого вартість будь-якого активу відповідає приведеній вартості очікуваних грошових потоків, які приходять на цей актив. Грошові потоки розрізняють залежно від виду активу — це можуть бути дивіденди (у випадку акцій), купони і номінальна вартість (облігації), а також грошові надходження після уплати податків (реальні проекти). Ставка дисконтування є функцією ризику очікуваних грошових потоків. При цьому більш високі ставки мають більш ризикові активи. Цей метод дозволяє оцінити справедливую вартість, незважаючи на темпи росту майбутніх грошових потоків і рівня рентабельності бізнесу [1]. Цей метод використовувався практично в кожній транзакції M&A (злиття та поглинання) за участі українських агрокомпаній і при кожному залученні капіталу.

Оцінка дисконтованих грошових потоків виконується для визначення вартості активів при конкретних показниках грошових потоків, темпів росту і характеристиках ризику. Порівняльна оцінка виконується для визначення вартості активу на основі ринкової вартості аналогічних активів [2].

Порівняльний аналіз є популярним методом оцінки вартості публічних компаній, який базується на порівнянні мультиплікаторів компанії, що підлягає оцінці, і її аналогів за різними критеріями (галузь, розмір, ринок тощо). На відміну від оцінки шляхом дисконтування грошових потоків, яка направлена на пошук внутрішньої вартості компанії, порівняльна оцінка більшою мірою спирається на ринок. Тобто ми припускаємо, що ринок коректно в середньому

визначає вартість акції, але помиляється, коли формує вартість окремих акцій. Порівняння мультиплікаторів надає можливість знайти ці помилки, які з часом будуть скореговані [1]. Основна перевага метода — його простота. Головний недолік — мультиплікатори можуть не враховувати різні підходи до оцінки прибутку, різні темпи росту і різну рентабельність компаній, які порівнюють, оскільки практично неможливо підібрати абсолютно схожі компанії за всіма критеріями. Розрізняють наступні основні групи мультиплікаторів.

1. Мультиплікатори прибутку (P/E, EV/EBITDA, P/FCF та інші) оцінюють компанії за їх прибутком, який приходить на власників (чистий прибуток) або на власників і кредиторів (EBITDA), а також за вільним грошовим потоком. P/E є популярним мультиплікатором, але залежить від податкової політики і методів бухгалтерського обліку, що є недоліком. При застосуванні EV/EBITDA виключається можливість впливу методів амортизації та нарахування зносу.

Мультиплікатори P/E (ціна/прибуток) і P/FCF (ціна/грошовий потік) застосовуються, коли є надійні дані про прибуток та грошові потоки як для компанії, яка оцінюється, так і для компанії, яка порівнюється. Також розмір поточного прибутку і грошових потоків компанії, яка оцінюється, будуть співвідноситись з відповідними величинами в майбутньому [3].

2. Мультиплікатор продаж (EV/S і P/S) порівнюють компанії за їх виручкою. Цей метод застосовується достатньо рідко у випадках, коли компанія є через будь-яку причину збитковою на даному етапі, але є очікування, що компанія почне генерувати прибуток на середньому рівні в своєму сегменті ринку в майбутніх періодах, або якщо є розуміння з боку інвесторів, що компанія приховує свій реальний прибуток внаслідок особливостей здійснення бізнесу в країні (характерно для країн СНД та інших ринків, що розвиваються). Показник мультиплікатора багато в чому залежить від рентабельності компанії (чим вище рентабельність, тим вище мультиплікатор).

3. Специфічні галузеві мультиплікатори порівнюють компанії за такими показниками, як земельний банк, площа культивованої землі, EBITDA на одиницю площі землі та інше. Такі мультиплікатори використовуються при купівлі невеликих агрокомпаній крупними гравцями, оскільки цінністю для покупця, як правило, є не фінансові показники компанії-об'єкта покупки (які до того важко об'єктивно оцінити), а її активи у вигляді орендованої землі, поголів'я тварин, складських приміщень, техніки та інфраструктури. Залежно від кількості та якості таких активів, наприклад, мультиплікатор EV/гектар за такими транзакціями в Україні може коливатися від \$300/га до \$1100/га, як це було у випадку придбання компанією Кернел агрокомпанії Enselco.

У табл. 1 ми приводимо показники основних мультиплікаторів українських аграрних компаній, які провели IPO на міжнародних біржах.

Мультиплікатори відображають співвідношення фінансових показників на відповідний момент стану фондового ринку, а також можуть розраховуватися за декілька періодів, наприклад, за останні три роки. В такому випадку розраховуються середнє арифметичне або середня зважена

Таблиця 1. Показники основних мультиплікаторів українських аграрних компаній

Назва	Статус	Кваліфікація	Місцевість компанії	2011/12			2012/13		
				P/E	EV/EBITDA	P/E	P/E	EV/EBITDA	P/E
Agrosavia	COX	53,96	87,18	8,8	3,4	20,3	1,3	4,7	3,4
Aurena	COX	357,94	587,88	1,8	3,1	4,1	1,6	3,4	2,3
Acrangeol	COX	748,86	845,78	1,3	3,4	3,8	1,3	3,4	3,8
BMF	COX	85,53	184,54	3,6	20,1	4,8	n/a	n/a	n/a
Kernel Holding	COX	1313,89	1480,17	6,8	3,3	3,8	0,8	3,3	3,8
KRO	COX	73,24	181,48	6,8	8,8	3,7	0,8	3,8	3,8
MHP	COX	1888,73	1889,33	1,8	3,8	4,8	1,3	4,7	4,3
Milvianol	COX	128,86	180,38	8,7	8,8	8,8	0,8	4,8	8,8
MCS	COX	8,18	18,18	8,1	8,1	8,1	8,8	8,8	8,3
Shvitar	COX	182,78	137,88	3,4	8,8	3,7	8,1	3,3	4,8

величина цих мультиплікаторів [3].

Перевагою використання ринкових мультиплікаторів в якості ставки дисконтування є те, що вони відображають галузеві ризики. Їх недолік — не відображають ризики, які притаманні компанії, що оцінюється.

Ще одною причиною використання мультиплікаторів є простота їх використання. Їх можливо швидко використовувати для оцінки компаній і активів, і вони стають особливо корисними, коли на фінансових ринках торгують акціями великої кількості схожих компаній, а ринки в середньому коректно визначають ціну таких компаній. Важче використовувати ринкові ціни для оцінки окремих фірм, які не мають аналогів на ринку, з невеликими або нульовими доходами і від'ємним прибутком. Таким чином, мультиплікаторами легко маніпулювати і зловживати, особливо коли беруться однакові компанії. Враховуючи те, що не існують двох компаній, які були б повністю однакові відносно показників росту і ризику, знаходження однакових компаній стає суб'єктивною справою [1].

ВИСНОВКИ

Отже, при оцінці вартості компанії, основним видом діяльності якої є виробництво сільськогосподарської продукції, як правило, застосовуються стандартні методи оцінки — метод DCF і порівняльний метод з використанням різних мультиплікаторів, враховуючи специфіку компанії і сегмента, в якому компанія здійснює свою діяльність. При цьому враховуються особливості ведення бізнесу українськими агрокомпаніями, серед яких:

- пільговий режим оподаткування, субсидії та інші привілеї від держави;
- можливість швидкого нарощування банку землі в управлінні в умовах відсутності можливості її покупки;
- порівняно дешеві ставки оренди і обслуговування землі в управлінні;
- порівняно висока рентабельність бізнесу внаслідок дешевих ресурсів, помірного клімату і високої якості ґрунту

Література:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / Асват Дамодаран. — 6-е изд. — М.: Альпина Паблишерз, 2010. — 1338 с.
2. Кеннет Феррис. Оценка стоимости компаний: как избежать ошибок — Издательство: Диалектика-Вильямс, 2005. — 256 с.
3. Паламарчук В.П. Оценка бизнеса: учебное пособие. — М.: 2004.
4. White G.I., Sondhi A. and Fried D. The analysis and use of financial statements. New York: John Wiley & Sons. — 1997.