



Економіка. Проблеми економічного становлення

УДК 330.322:005.915](477)(045)

Анзін Р.О.,

аспірант кафедри фінансів
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Використання моделі дисконтованих грошових потоків для оцінки вартості компанії

У статті було досліджено ефективність використання моделі дисконтованих грошових потоків для оцінки вартості компанії в процесі виходу на міжнародні ринки капіталу. Визначення вартості компанії та її фінансового стану є одним з ключових факторів при оцінці інвестиційної привабливості компанії. На основі фінансової інформації Агрохолінгу було побудовано модель грошових дисконтованих потоків. Отримані результати були проаналізовані та в результаті визначена дійсна вартість компанії. Було зроблено висновок, що модель дисконтованих грошових потоків є одним з найефективніших методів визначення та оцінки фінансового стану компанії.

Ключові слова: інвестиційна привабливість; оцінка бізнесу; грошові потоки; міжнародні ринки капіталу; інвестор; фінансовий стан.

Постановка проблеми. На сьогодні в умовах важкої фінансової, економічної та політичної ситуації в Україні для менеджменту компанії постає важливе та нагальне питання щодо правильної оцінки ефективності діяльності та загалом вартості компанії. Визначення здатності компанії генерувати операційний грошовий потік у майбутньому є одним з ключових факторів оцінки фінансового стану компанії, особливо для інвесторів.

Глобалізація відкрила підприємствам легкий шлях до позичкового капіталу у вигляді зарубіжного інвестора. Але відкритість ринків капіталу та зв'язок з багатьма економіками світу призводить до появи нових ризиків як для підприємств, так і для інвесторів. Сучасні українські підприємства не завжди готові відкрити інвестору повний фінансовий звіт за останні роки діяльності. Перш за все на заваді стає високий рівень закритості підприємств з метою ухилення від податків та зборів, а по-друге невідповідність українських стандартів обліку до міжнародних норм та стандартів.

Хоча в останні роки все більше підприємств намагається відповідати тим стандартам які хоче бачити інвестор вкладаючи свої кошти. Українське законодавство дозволяє ведення бухгалтерського обліку за Міжнародними стандартами, тому все більше компанії починають трансформувати свою фінансову і організаційну структуру.

© Анзін Р.О., 2015



Ключовим етапом процесу оцінки вартості компанії є процедура due-diligence, тобто, оцінка фінансового стану компанії-емітента, яка відображає дійсну вартість компанії.

Мета статті – дослідити ефективність використання моделі дисконтованих грошових потоків для оцінки вартості компанії в процесі виходу на міжнародні ринки капіталу.

Аналіз досліджень та публікацій. Актуальність впровадження нових підходів до залучення фінансових ресурсів та оцінки вартості українських підприємств обумовлена необхідністю якнайшвидшої трансформації фінансової системи з метою стабілізації економічної ситуації в країні. Саме тому, дана проблема неодноразово висвітлюється в працях таких видатних вчених.

Так, видатні вчені сфери корпоративних фінансів Брігхем Ю. та Гапенскі Л. [2, с. 131] визначають вартість компанії на основі безстрокової ціни акцій, ціни привілейованих акцій зі зростаючим дивідендом та вартості облігацій з урахуванням їх дохідності. Варто зазначити, що вчені акцентують свою увагу саме на моделі дисконтованих грошових потоків як концепції відображення потенціалу майбутнього зростання компанії.

В свою чергу, Коупленд Т., Коллер Т. та Муррін Дж. [4, с. 74] у своїй праці «Вартість компанії: оцінка та управління» значну увагу приділяють модифікаціям моделі дисконтованих грошових потоків: залежно від розмірів компанії та ризику економіки.

Особливу увагу моделі дисконтованих грошових потоків у своїй роботі «Інтегрована теорія оцінки бізнесу» приділили Мерсер К. та Хармс Т. [6], запропонувавши модифіковані моделі оцінки вартості власного капіталу, яка входить до складу ставки дисконтування.

Серед вітчизняних вчених, які досліджували проблеми корпоративних фінансів, слід виокремити: Базилевича В.Д., Лютого І.О., Любкіну О.В., Петленко Ю.В., Шелудько В.М., Шевченко Н.В. та інших. Але незважаючи на значний вклад українських науковців у розробку проблеми вартості компанії, варто зазначити, що більш детального розгляду потребують питання методики оцінки вартості за допомогою моделі дисконтованих грошових потоків, як найбільш ефективної методики оцінки.

Викладення основного матеріалу. Аналіз було проведено на основі фінансових показників доступних для публічного доступу одного з провідних українських агрохолдингів. Оскільки аналіз стосується оцінки вартості конкретної окремої компанії назву холдингу було змінено на «Агрохолдинг» з метою нівелювання ризику використання результатів дослідження в якості інвестиційної рекомендації.

Процес аналізу компанії починається з аналізу того економічного та політичного середовища в якому вона працює. Певні політичні обмеження можуть дуже сильно впливати на діяльність компанії та відповідно на ціну їх акцій.

Для аналізу компанії аграрного сектору в першу чергу необхідно зосередити увагу на перспективах та потенціалі України як місця для ведення бізнесу. Слід зауважити, що високо-родючі землі, помірний клімат та великі поля України створюють досить сприятливі умови для діяльності агрокомпаній. Площі родючих чорноземів займають 25 % від усіх чорноземів у світі. Також слід зазначити, що Україна є одним з найбільших експортерів зернових та олійних культур. Хоча слід зауважити, що політико-економічна ситуація в Україні суттєво погіршилася з початку 2014 року. Політичні та соціальні заворушення, поєднані із зростанням регіонального протистояння, призвели до поглиблення існуючої в країні економічної кризи, зростання дефіциту державного бюджету та скорочення валютних резервів Національного банку України і, як результат, до подальшого зниження суверенних кредитних рейтингів України.

Кінцевий результат розвитку та наслідки політичної та економічної кризи важко спрогнозувати, однак вони можуть мати подальший серйозний негативний вплив на українську економіку. Базуючись на вищезгаданих припущеннях було побудовано прогноз основних макроекономічних показників (рис.1).

Загалом Агрохолдинг є одним з найбільших агропромислових холдингів України. Компанія діє на українському ринку з 1993 року та закінчила побудову своєї бізнес-моделі у 2006 році із виходом на міжнародний ринок шляхом лістингу на Варшавській Фондовій Біржі. Варто також зазначити, що компанія була віднесена до спеціального індексу WIG-Ukraine як один з найбільших емітентів України.

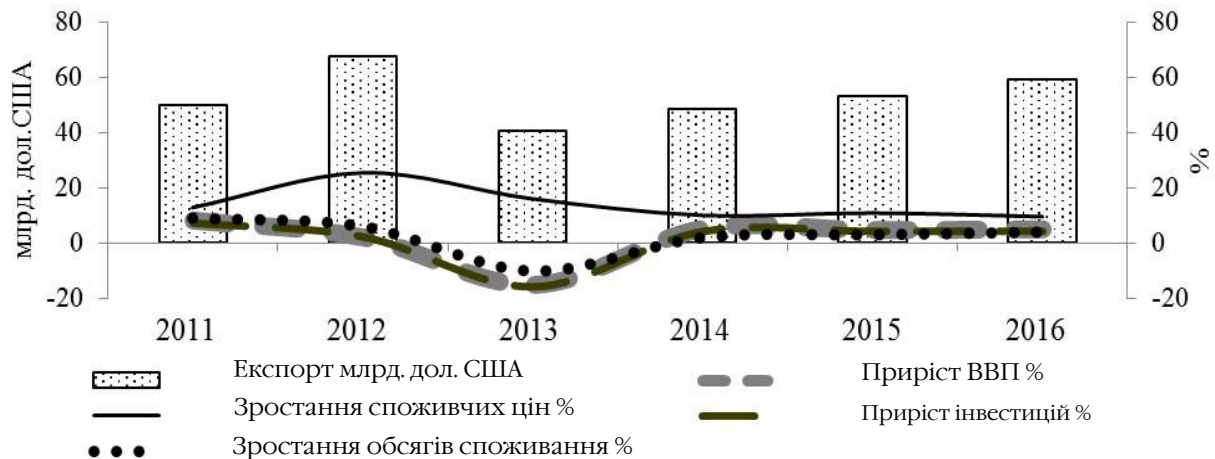


Рис 1. Прогноз основних макроекономічних показників України до 2016 р.

Джерело: розраховано за [12]

Основна діяльність агропромислового холдингу полягає у виробництві високоякісного цукру та супутньої продукції (м'яса та сухий гранульований жом), вирощуванні та реалізації зернових і олійних культур, а також м'яса і молока. За результатами виробничого сезону 2014 року, холдинг виробив 18% українського бурякового цукру, що дозволило йому закріпити позицію найбільшого виробника цього продукту у країні.

Завдяки реалізації стратегії вертикальної інтеграції, з роками створено повний цикл виробництва: від вирощування цукрового буряку до виробництва цукру. Потужності Агрохолдингу з виробництва цукру складаються з 6 цукрових заводів, які можуть переробляти понад 27 тисяч тон цукрового буряку на добу. Чотири з них розташовані у Полтавській області, один у Вінницькій області та один у Хмельницькій області.

Слід відзначити, що компанія має досить ефективну вертикально-інтегровану структуру та ефективно може конкурувати на ринку. У 2009 році «цукрові» активи та більше 60 сільськогосподарських компаній були об'єднані в шість великих бізнес-одиниць географічно згрупованих навколо цукрових заводів. Такий крок поліпшив управління компанією, оптимізував логістику, сприяв більш ефективному використанню сільськогосподарських машин та мінімізації непотрібних операційних витрат.

Компанія має передові технологічні й управлінські знання в основних галузях бізнесу.

Також важливим аспектом при оцінці компанії є її соціальна відповідальність. Компанія підтримує своїх працівників та розвиває інфраструктури регіонів, в яких знаходяться її заводи та виробничі потужності. Компанія також піклується про екологічну ситуацію.

Оскільки компанія є соціально відповідальною компанією, зацікавленість інвестора повинна постійно збільшуватись, оскільки така орієнтація компанії зазвичай стимулює уряд до надання певних пільг, дотацій та захисту.

Компанія має досить широкий асортимент продукції (рис. 2). До сегментів ринку в яких працює компанія слід віднести:

1. Виробництво цукру та супутньої продукції.
2. Рослинництво;
3. Тваринництво;
4. Виробництво кормів.

Для вирощування цукрового буряку та зернових використовуються насіння, добрива та засоби захисту рослин, сертифіковані відповідно до вимог українського законодавства.

Основним продуктом компанії є цукор, на частку якого припадає 60% від доходів в 2014 році, що складає 70,1 мільйонів євро. Крім того, компанія продає велику кількість цукрових продуктів (патока, буряк, целюлоза) та експортує сільськогосподарські культури з метою забезпечення високої прибутковості і для отримання постійного джерела фінансування, яке направляється на покриття основної частини боргу в іноземній валюті.



Доходи компанії від рослинництва складають 25%, що становить 29,3 мільйонів євро. Тваринництво (молоко, м'ясо) є ще одним галузевим сектором виробництва компанії, на частку якого припадає 7% від сукупних доходів.

Компанія працює у секторі продажу цукру за ринковою схемою «бізнес – бізнес». У 2014 році близько 84% цукру було продано великим українським та міжнародним виробникам напоїв та кондитерських виробів, таким як Конті, Coca-Cola, АВК, Kraft Foods України і Полтавакондитер.

З точки зору конкурентних переваг Агрохолдинг є однією із найбільших вітчизняних публічних компаній, що має значний потенціал розвитку у майбутніх періодах. Це доводить стала частка ринку, що належить компанії, диверсифікація виробництва за рахунок рослинництва та тваринництва, а також значні обсяги земельного банку, що у разі зняття мораторію на купівлю землі, дасть змогу для компанії отримати економічні ефекти, які без сумніву позитивно відобразяться на фінансових показниках Агрохолдингу.

Можна зробити висновок, що компанія має високий потенціал для подальшого розвитку. Агроринок України є насиченим конкурентами, що стимулює менеджмент шукати нові шляхи підвищення ефективності виробництва.

Важливою складовою аналізу компанії є оцінка її фінансового стану та розрахунок основних фінансових коефіцієнтів та показників, які можуть справедливо охарактеризувати поточний стан компанії.

Значна ефективність виробництва компанії, що перевищує середньоринкові показники, дає підстави до формування прибутковості та фінансової стійкості.

Проведений аналіз Компанії підтверджує, що компанія має достатньо стійкий фінансовий стан, що підтверджується розрахованими коефіцієнтами, вказаними у таблиці.

Таблиця 1

Динаміка основних фінансових коефіцієнтів Агрохолдингу в період з 2011 по 2014 роки

Показник	2011	2012	2013	2014
ЕВІТДА, млн. EUR	11,31	30,82	30,89	48,56
Чистий борг, млн. EUR	32,81	50,21	91,47	82,87
Доходність ЕВІТДА, %	16,63	35,12	25,04	41,25
Рентабельність продажу, %	8,47	24,50	-6,15	24,55
ROE, %	9,33	21,70	-13,18	25,02
ROA, %	4,84	12,45	-4,37	12,66
Чистий Борг/ВК	0,53	0,51	1,59	0,72
Чистий Борг/ЕВІТДА	2,90	1,63	2,96	1,71
CF/Борг	-0,33	0,03	-0,02	0,42
Коефіцієнт покриття	1,83	4,82	3,01	4,92
Загальна ліквідність	0,48	0,43	0,67	0,49
Лeverидж	0,93	0,74	2,01	0,98
Поточна ліквідність	1,80	1,51	0,92	2,15
Швидка ліквідність	0,65	0,35	0,21	0,37
Оборотність активів	0,57	0,51	0,71	0,52
Оборотність ДЗ	3,76	10,85	18,79	15,20
Оборотність КЗ	3,74	7,26	7,31	7,23
ROIC, %	8,25	20,53	-10,93	17,21
WACC, %	17,33	15,31	10,74	13,82
ROIC/WACC	0,48	1,34	-1,02	1,24

Джерело: розраховано за [11]

Зазначена вище ефективність виробництва адекватно відображається на доходах компанії та її фінансових показниках. У 2013 році Компанія заробила 28,9 тисяч євро із доходами в розмірі 117,7 мільйонів євро, із збільшенням близько 24,6%. На основі підвищення врожайності, земельного банку і цін на цукор відбулося зростання чистого прибутку в 165% в 2014 році в порівнянні з 2013 роком. Це збільшення вплинуло на рентабельність реалізованої продукції, такі як ROE у розмірі 42% в 2014 році.



Компанія демонструє стабільне зростання всіх ключових показників у майбутньому на найближчі 5 років. Рентабельність Компанії підтверджена збільшенням рентабельності капіталу, який майже подвоївся, а також збільшення прибутку компанії.

Все зазначене вище є підґрунтям для формування сталих грошових потоків компанії. Фактично фінансові показники не завжди відображають адекватну ситуацію на підприємстві на дають підстави до визначення її дійсної вартості, тому найбільш об'єктивним показником є саме грошовий потік компанії.

Операційні грошові потоки компанії достатні для покриття боргів компанії. У 2014 році загальний грошовий потік здатний покрити борг компанії на 35%. Також слід зазначити, що у 2014 році компанія провела реструктуризацію свого кредитного портфеля та збільшила довгострокову заборгованість, що призвело до збільшення всіх ключових показників. Також прогнозується зростання ефективності інвестованого капіталу, який зростає швидше, ніж вартість капіталу компанії, отже, в 2015 році ROIC оцінюється на рівні 20,6% при WACC — 16,04%, що вказує на можливість покриття вартості капіталу.

Для оцінки зазвичай використовується модель дисконтованих грошових потоків для якої необхідно зробити ряд припущень, які ґрунтуються на певних економічних факторах, прогнозах державних міністерств та на аналізі ринку.

Одним з ключових припущень є прогноз темпів зростання цін на цукор та зернові. Стабільне зростання яких вказує на високий рівень прибутку, який зможе отримати компанія у майбутньому.

Доходи і витрати Компанії були спрогнозовані з використанням FCFE моделі до 2025 року для кожного сегменту компанії з використанням щорічного дисконтування. Подальші прогнози тісно пов'язані з місцевими макроекономічними показниками, які не можуть бути достовірно передбачені. Використовуючи основні фактори, що можуть вплинути на ціни, було оцінено та спрогнозовано ріст цін на цукор, продукти рослинництва та газ. Для побудови моделі було враховано збільшення виробничих потужностей та розраховано коефіцієнти конверсії для визначення вартості акціонерного капіталу. Також у моделі було враховано прогнози компанії щодо структури витрат і фінансового положення. Також було зроблено розрахунок прогнозу основних фінансових показників необхідних для побудови моделі дисконтованих грошових потоків (табл. 2).

Таблиця 2

Визначення дійсної вартості акцій Агрохолдингу за методом дисконтованих грошових потоків

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Чисті доходи	287.49	353.72	431.63	512.36	527.17	542.42
ЕВІТДА	133.14	170.44	216.13	256.42	265.93	277.08
ЕВІТ	114.75	149.29	191.81	228.46	233.77	240.10
Податок на прибуток	5.74	7.46	9.59	11.42	11.69	12.01
Скорегований на податок ЕВІТ	109.02	141.83	182.22	217.04	222.08	228.10
Знос та амортизація	18.39	21.14	24.32	27.96	32.16	36.98
Капітальні витрати	-28.66	-25.80	-24.77	-23.64	-23.59	-23.54
Зміни в оборотному капіталі	-13.57	-11.39	-13.35	-14.39	-15.50	-16.85
Незважаючи грошовий потік	85.17	125.78	168.42	206.97	215.15	224.69
WACC, %	16.04%	16.04%	16.04%	16.04%	16.04%	16.04%
Приведена вартість чистого грошового потоку	54.52	69.39	80.06	84.80	75.97	68.37

Джерело: розраховано за [11]

За методом дисконтованих грошових потоків була визначена дійсна вартість компанії, яка шляхом множення на кількість акцій може визначити дійсну вартість компанії в цілому (див. табл. 3).

Як видно з таблиці 2.4, на кінець 2014 року, справедлива (дійсна) вартість акції компанії дорівнює 137,04 польських злотих, що на 61% більше за існуючу на ринку вартість акцій. Це вказує на можливість потенційного росту ціни компанії, що поки не відображену у ринковій її ціні, тобто ціна акцій є значно недооціненою.



Зведена таблиця результатів моделі дисконтованих грошових потоків

PV за 2015-2025рр., млн., євро	643.54
Постійний темп зростання	4.00%
Постійна вартість, млн., євро	408.39
Постійна WACC	15.41%
Вартість компанії (EV), млн., євро	1051.94
Чистий борг, млн., євро	199.67
Вартість власного капіталу, млн., євро	852.27
Цільова ціна, PLN	137.04
Поточна ціна акції	85
Приріст справедливої вартості акцій, %	61.23%

Джерело: розраховано за [11]

Висновки. Значні перспективи для галузі і неминуче зростання цін на продовольство через постійно зростаюче населення у світі, а також враховуючи переваги компанії та її здатність генерувати грошові потоки є достатньою підставою для залучення інвесторів.

Розрахунок вартості компанії відповідно до моделі дисконтованих грошових потоків дає можливість врахувати поточний фінансовий стан та його потенціал можливого зростання у майбутньому за визначеним у ставці дисконтування рівнем ризику. Згідно моделі дисконтованих грошових потоків, вартість компанії є показником можливості генерування компанією прибутків у майбутньому.

Загалом акції Агрохолдингу є привабливими для потенційних інвесторів, що доводять результати отримані за моделлю дисконтованих грошових потоків. Метод DCF доводить, що компанія, інвестуючи значні кошти у модернізацію виробництва, закупівлю нового обладнання та купівлю нових цукрових заводів, має можливість до генерування значних прибутків, що в свою чергу, дає підстави до формування значного потенціалу зростання у майбутніх періодах. Отже, вартість компанії, а як наслідок, і її ринкова капіталізації має усі передумови до сталого зростання.

Використання моделі дисконтованих грошових потоків є одним з найефективніших методів чітко визначити та оцінити фінансовий стан компанії, а як результат, потенційну вартість компанії.

Література

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 01.01.2014, № 3480-IV
2. Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент: Полный курс [Текст]: в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалев. — СПб.: Экономическая школа, 1998. — Т.1.- 497с.; Т.2.- 669с.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка [Текст]: инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. / А. Дамодаран. — 3.изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1324 с.
4. Коупленд Т. Стоимость компаний. Оценка и управление [Текст] / под ред, Т. Коупленда / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. — М.: Вид-во «Олимп-Бизнес». 2005. — 569 с.
5. Лютий, І. О. Формування механізму управління емісійною діяльністю підприємства на ринку облігацій / І.О. Лютий, Т.В. Нічосова //Фінанси України. — 2008. — №6. — С.45-53.
6. Мерсер, К. Интегрированная теория оценки бизнеса [Текст] / К. Мерсер, Т. Хармс— М.: Маросейка, 2008. — 294с.
7. Феррис, К. Оценка стоимости компании [Текст]: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро Пети; пер. с англ. и ред. А. А. Липатов. — М.: Издательский дом «Вильямс»; СПб.; К.: [б.и.], 2003. — 255 с.
8. Beth Deazeley, LL.B. Deciding to Go Public. What CFOs Need to Know // [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.rogb.ca/cfo-series/item12319.pdf>
9. Grant Thornton Report «Going public: A guide for owners» // [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.grantthornton.com.sg/BigDecisions/articles/BD%20-%20Going%20Public%20%20A%20Guide%20for%20Owners%20%28USA%29.pdf>
10. KPMG Report «Going Public» // [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kpmg.com/Ca/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Going%20Public.pdf>
11. Офіційний сайт Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України // [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/db/emitent>



12. Офіційний сайт Державної служби статистики України // [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Анзин Р.О., аспірант кафедри фінансов Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Использование модели дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости компании. В статье было исследовано эффективность использования модели дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости компании в процессе выхода на международные рынки капитала. Определение стоимости компании и ее финансового состояния является одним из ключевых факторов при оценке инвестиционной привлекательности компании. На основе финансовой информации Агрохолдинга была построена модель денежных дисконтированных потоков. Полученные результаты были проанализированы и в результате определена действительная стоимость компании. Был сделан вывод, что модель дисконтированных денежных потоков является одним из самых эффективных методов определения и оценки финансового состояния компании.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность; оценка бизнеса; денежные потоки; международные рынки капитала; инвестор; финансовое состояние.

Anzin R.O., Post-graduate student, Finance Department of Taras Shevchenko National University of Kyiv
Company's price estimation using discounting cash flow model. The article investigates the effectiveness of using a discounted cash flow model to estimate the value of the company in the process of entering the international capital markets. Determining the value of the company and its financial condition is a key factor in assessing investment attractiveness. Based on Agricultural Holding financial information model of discounted cash flows was build. The results were analyzed and the actual value of the company was determined. It was concluded that the discounted cash flow model is one of the most effective methods of identifying and assessing the financial state of the company.

Key words: investment attractiveness; business evaluation; cash flows; international capital markets; investor; financial state.

УДК 338.47(477)(045)

Бабина О.Є.,

канд. екон. наук, доцент, професор кафедри економіки і менеджменту,

Шулярєнко С.М.,

канд. екон. наук, доцент, доцент кафедри обліку та аудиту Київської державної академії водного транспорту ім. гетьмана Петра Конашевича-Сагайдачного

Детермінанти розвитку транспортного потенціалу України

У статті визначено детермінанти розвитку транспортного потенціалу України. Внесок транспорту у формування ВВП проаналізовано за допомогою показника транспортності економіки. Визначено, що його зменшення створює передумови до зростання конкуренції на ринку транспортних перевезень, актуалізує необхідність ефективного управління потенціалом транспортних підприємств. Досліджено динаміку обсягів перевезень за видами транспорту, фінансові показники, рейтинг вітчизняної транспортно-логістичної системи у порівнянні з іншими країнами, визначено основні чинники розвитку транспортного потенціалу України та перешкоди, що його стримують.

Ключові слова: транспортний потенціал, транспортність, транзитний потенціал, індекс ефективності логістики

Постановка проблеми. Важливу роль у функціонуванні та розвитку економіки України відіграє транспортний сектор. Транспорт забезпечує зв'язок виробництва і споживання, є каталізатором активності економіки й руху товарно-матеріальних потоків, підтримує мобільність робочої сили та задовольняє потреби населення у перевезеннях. Найважливішою особливістю транспортної галузі є просторово-мережевий характер розташування її об'єктів, що обумовлює тісний взаємозв'язок з територією, розміщенням виробництва та системою розселення. Серед особливостей продукції транспорту, які обумовлюють стан транспортної галузі, слід виділити наступні: матеріальний характер транспортної продукції

© Бабина О.Є., Шулярєнко С.М., 2015