

Аналіз економічної ефективності агропромислових холдингів України

У статті наведена узагальнена характеристика особливостей діяльності агропромислових холдингів в Україні. Визначений та обґрунтований перелік показників та методологія оцінювання економічної ефективності агропромислових холдингів. Наведені порівняння економічної ефективності вітчизняних компаній та іноземних аналогів за рядом показників аналізу.

Ключові слова: економічна ефективність, агропромислові холдинги, вільний обіг акцій, окупність інвестицій, боргове навантаження.

В статье приведена обобщенная характеристика особенностей деятельности агропромышленных холдингов в Украине. Определен и обоснован перечень показателей и методология оценки экономической эффективности агропромышленных холдингов. Приведены сравнения экономической эффективности отечественных компаний и иностранных аналогов по ряду показателей анализа.

Ключевые слова: экономическая эффективность, агропромышленные холдинги, свободное обращение акций, окупаемость инвестиций, долговая нагрузка.

The paper summarizes the characteristic features of agro-industrial holdings' activities in Ukraine. The indicators and cost-effectiveness evaluation methodology for agro-industrial holdings are defined and justified. The comparative analysis of the economic efficiency of domestic firms and foreign counterparts by a number of indicators is provided.

Keywords: economic efficiency, agro-industrial holdings, stocks free float, return on investment, debt burden.

Постановка проблеми. Однією з тенденцій вітчизняного агропромислового комплексу є розвиток масштабного виробництва, яке забезпечується функціонуванням великих вертикально-інтегрованих структур із значним рівнем диверсифікації (як територіальної, так і продуктової) та консолідованим земельним банком. Агропромислові холдинги на сьогодні в Україні займають значну частку в обсягах виробничо-господарської діяльності, експорті продукції, будучи повноцінними суб'єктами господарської діяльності та великими гравцями як на вітчизняному, так і на міжнародному агропродовольчих ринках. Вимір та оцінювання ефективності таких агропромислових холдингів виходить за межі стандартних показників ефективності (продуктивність, рентабельність та ін.), що пов'язано з необхідністю врахування міжнародних ринкових позицій таких формувань, які мають доступ до іноземних ринків капіталу, розміщують свої акції на фондових майданчиках різних країн світу, а також стикаються із додатковими ризиками в результаті своєї діяльності.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Дослідження питань ефективності, її видів та виміру через дискусійність та складність займає значне місце в науковому пошуку вітчизняних та зарубіжних вчених-економістів. Так, серед вітчизняних науковців фундаментальними є праці В.Г. Андрійчука [1], який, зокрема, запропонував групи показників аналізу економічної ефективності, а також навів ґрунтовну класифікацію видів економічної ефективності, а також А.М. Турило та А.А. Турило [6], які також проаналізували різні види економічної ефективності та їх вияви. Загальними питаннями визначення та розуміння ефективності як явища діяльності підприємства займався П. Друкер [5], а А. Дамодаран [3] зауважив важливість та необхідність аналізу економічної ефективності бізнесу як підґрунтя подальшого оцінювання його вартості.

Мета статті. Надати характеристику агропромислових холдингів, окресливши специфіку їхньої діяльності. Навести методику визначення економічної ефективності агропромислових холдингів з метою її оцінювання та поглибити аналіз міжнародними порівняннями із аналогічними підприємствами галузі.

Виклад основного матеріалу. Вертикально інтегровані агропромислові холдинги активно нарощують свої ринкові позиції на вітчизняному аграрному ринку, відрізняючись великим земельним банком, диверсифікованим виробництвом та інвестиційним портфелем, значними можливостями до залучення додаткових фінансових ресурсів, можливостями виходу на міжнародні ринки капіталу, праці та засобів виробництва, потужним виробничим та експортним потенціалом тощо.

Про значний рівень консолідації земельного банку вітчизняних агропромислових холдингів свідчить хоча б той факт, що кількість підприємств із площею сільськогосподарських угідь понад 10 тис. га у динаміці років збільшується, що відбувається за рахунок зменшення кількості дрібніших господарств (з площею до 100 га, а також від 1000 до 2000 га).

Протягом останніх двох років кількість невеликих за розміром сільськогосподарських підприємств (до 100 га) зменшилася майже на 1000 од., що могло статися за рахунок їх поглинання більшими підприємствами. Натомість кількість підприємств, земельний банк яких становить від 5000 до 7000 га та понад 10 тис. га, збільшилася, а середній розмір новостворених підприємств становив 20,76 тис. га.

Земельний банк найбільших агропромислових холдингів України («УкрЛендФармінг», NCH Capital, «Мрія Агрохолдинг», «Астарт-Київ», «Кернел», «Агротон», «Миронівський хлібопродукт» та ін.) становить більше 10% площі всі-

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Таблиця 1. Поділ сільськогосподарських підприємств України за розмірами сільськогосподарських угідь*

Градація підприємств за площею с/г угідь	Кількість підприємств, од.		
	2010	2012	Δ 2012/2010
До 100 га	33 285	32 286	- 999
100,1 – 500	7181	7261	+ 80
500,1 – 1000	2667	2624	- 43
1000,1 – 3000	4008	3835	- 173
3000,1 – 4000	666	632	- 34
4000,1 – 5000	376	334	- 42
5000,1 – 7000	332	337	+ 5
7000, 1 – 10000	178	179	+ 1
Понад 10000 га	131	164	+ 33
Всього підприємств, од.	48 824	47 652	- 1172

* За даними Державної служби статистики [15]

єї ріллі в Україні (або 3,5 млн. га). А оскільки в планах¹ досліджуваних агропромислових холдингів розширення земельних банків [4, с.43], можемо говорити про подальше укрупнення та консолідацію, що відбувається у вітчизняному аграрному секторі (рис. 1).

У цілому характерними рисами вітчизняних агропромислових холдингів є такі:

- наявність великого земельного банку;
- наявність замкненого циклу операційної діяльності (вертикальна інтегрованість бізнес-процесів);
- значна диверсифікація або досить вузька спеціалізація бізнесу;
- доступ як до вітчизняних, так і до іноземних інвестиційних фінансових ресурсів (з можливістю та вже поширеною практикою виходу на міжнародні фондові ринки), а також до ринків матеріально-технічних засобів, праці, кредитних ресурсів тощо;
- високий технічний та технологічний потенціал та можливість до розширеного відтворення;

- можливості до використання сучасних практик ведення бізнесу, технологій управління та контролю за якістю відповідних бізнес-процесів, підходів до побудови ефективних організаційних структур управління;

- високі резерви підвищення економічної ефективності діяльності як запоруки створення та нарощування фундаментальної вартості бізнесу, підвищення його інвестиційної привабливості.

Оцінювання економічної ефективності агропромислових холдингів базується на визначенні показників прибутковості їх операційно-господарської, а також фінансової та інвестиційної діяльності, а також аналізуються ринкові позиції холдингів через їх взаємодію з міжнародними фондовими ринками. Так, для визначення ефективності діяльності агропромислових

¹ Плани щодо розширення: UkrLandFarming має плани збільшити земельний банк на 225 тис. га (протягом трьох років до 800 тис. га), «Кернел Груп» – до 440 тис. га, МХП – до 450–500 тис. га (до 2015 року), «Мрія Агрохолдинг» – до 650 тис. га (до 2015 року), «Астарта-Київ» – до 400 тис. га (до 2016 року).

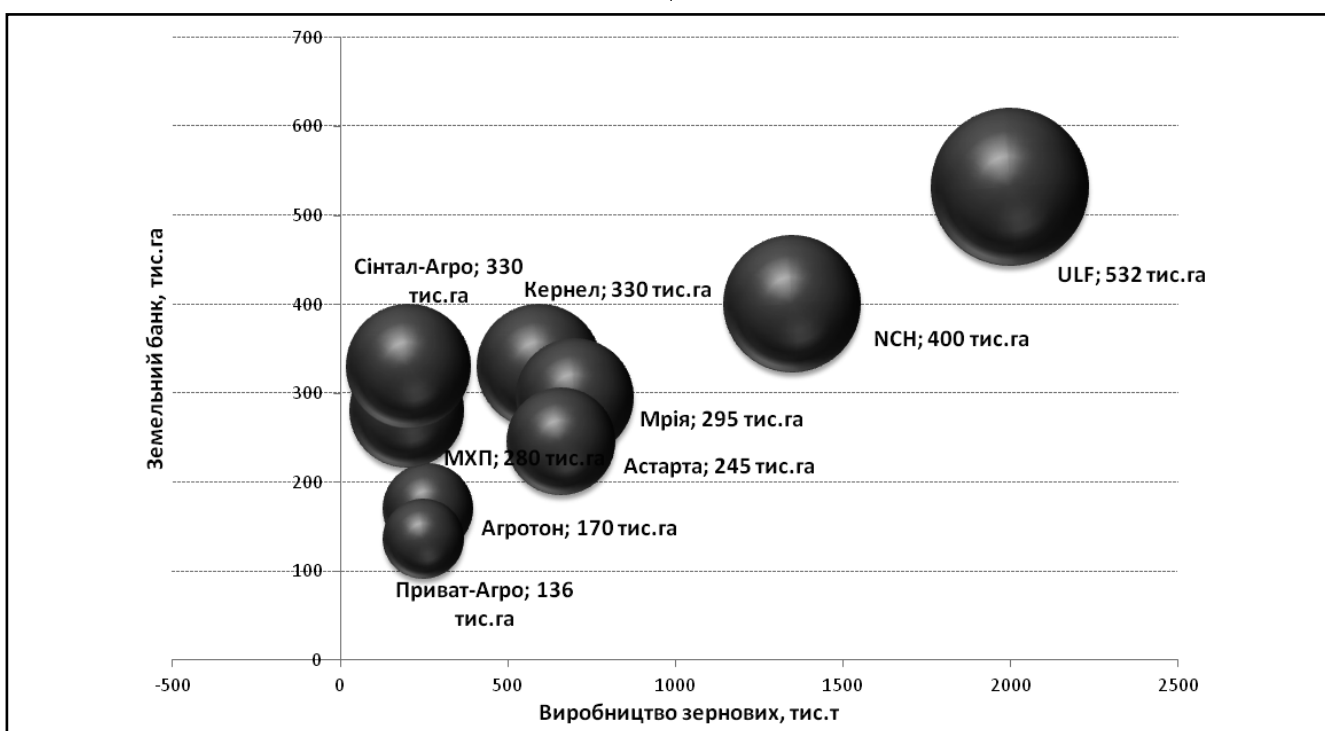


Рисунок 1. Земельний банк агропромислових холдингів України (станом на 2012 рік), тис. га

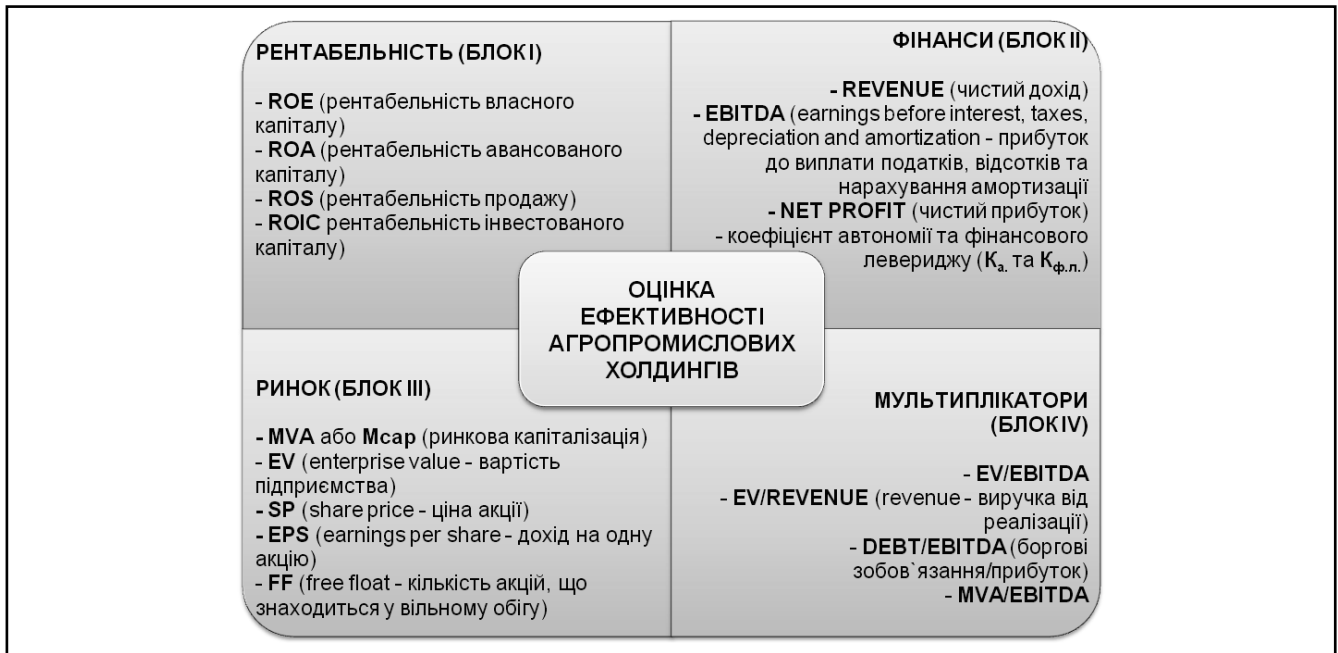


Рисунок 2. Показники оцінювання та аналізу економічної ефективності агропромислових холдингів*

* Авторська розробка. За необхідності перелік показників оцінювання економічної ефективності агропромислових холдингів може розширюватися іншими показниками аналізу, якщо це не суперечить загальній меті та принципам оцінки.

холдингів пропонуємо скористатися наступною методологією, яка включає цілу низку економічних показників, які слугують об'єктивному відображенню економічного стану досліджуваних підприємств, інвестиційної привабливості бізнесу, що відображено у його ринковій капіталізації (рис. 2).

Аналіз ефективності використання капіталу підприємства є важливим тому, що оцінює його операційно-господарську діяльність, а показники рентабельності, зокрема власного акціонерного капіталу, становлять інтерес для наявних та потенційних інвесторів, оскільки відображають інвестиційну привабливість підприємства та презентують верхню межу його дивідендних виплат. Так, у рамках першого блоку оцінюється ефективність агропромислових холдингів за показниками рентабельності капіталу, який перебуває в їх використанні згідно з балансом (табл. 2).

Так, високі показники рентабельності авансованого та власного капіталу є позитивним свідченням того, що не лише зростають обсяги отриманих прибутків, а й нарощуються можливості їхнього реінвестування, що відповідно збільшує потужності виробничої та комерційної діяльності. Отримані високі показники рентабельності свідчать про досить високий рівень інвестиційної привабливості вітчизняних агропромислових холдингів, якісні та економічно обґрунтовані

заходи управлінської діяльності, що проявляється у здатності менеджменту компаній ефективно вкладати інвестицій в операційну діяльність холдингів (за показником ROIC).

Також важливим елементом аналізу економічного стану підприємств є визначення рівня їх фінансової стабільності та міцності через показники фінансової незалежності та рівня фінансового ризику. Протягом трьох останніх років дослідження показник фінансової незалежності у досліджуваних агропромислових холдингів залишався на оптимально критичному рівні в межах 0,5–0,7 (у 2012 році МХП – 0,5, «Кернел» – 0,5, «Астарта» – 0,5, «АвангардКо» – 0,6). Щодо коефіцієнту фінансового левериджу, то його важливість у процесі аналізу економічної ефективності полягає в тому, що він не лише оцінює фінансове здоров'я підприємств, а й на основі отриманих результатів дозволяє розробити ефективні управлінські заходи зі зміцнення фінансового стану, оптимізації структури капіталу, підвищення інвестиційної привабливості та капіталізації бізнесу. Крім того, ті підприємства матимуть вищу фінансову незалежність, в яких коефіцієнт фінансового левериджу є нижчим («АвангардКо» – 0,4), і навпаки (МХП – 1,2, «Кернел» – 1,1, «Астарта» – 0,8).

У рамках другого фінансового блоку аналізується ефективність діяльності вітчизняних агропромислових холдингів

Таблиця 2. Оцінка ефективності агропромислових холдингів за рівнями їх рентабельності*

Компанія	Показники/роки							
	ROE		ROA		ROS		ROIC	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
МХП	28,0	25,9	13,3	12,5	21,1	22,1	16,2	15,8
«Кернел»	20,6	16,5	14,8	7,8	22,9	14,3	4,2	4,4
«Астарта-Київ»	28,5	11,7	15,3	6,1	26,6	11,6	22,9	8,8
«АвангардКо»	16,8	24,3	15,0	14,4	35,4	36,2	17,1	16,7

* Власні розрахунки автора на основі даних консолідованих фінансових звітів агропромислових холдингів.

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Таблиця 3. Оцінка ефективності агропромислових холдингів за їхніми фінансовими результатами

Компанія	Показники/роки					
	виручка від реалізації, \$ млн.		ЕВІТДА, \$ млн.		чистий прибуток, \$ млн.	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
МХП	1 229,1	1 407,5	401	468	259	311
«Кернел»	985,9	1 474,1	310	322	226	211
«Астарта–Київ»	428,5	457,6	144	98	114	53
«АвангардКо»	553,3	629,3	251	280	196	228
Всього, \$ млн.	3 196,8	3 968,5	1 106,0	1 168,0	795,0	3 968,5

Таблиця 4. Дохідність та ціна акцій, ринкова капіталізація та вартість агропромислових холдингів

Компанія	Показники							
	SP, \$/акція		EPS, \$/акція		EV, млн. \$		MVA, млн. \$	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
МХП	12,8	14,3	2,26	2,8	1 950	2 462	1375	1520
«Кернел»	23,5	21,9	3,03	2,61	2 188	1 920	1722	1612
«Астарта»	27,28	21,04	3,5	1,81	827	673	680	526
«АвангардКо»	11,5	10,1	3,0	3,26	823	720	735	645
Всього, \$ млн.	x	x	x	x	5 788	5 775	4 512	4 303

відповідно до тенденцій зміни в отриманих ними фінансових результатів² (табл. 3).

За даними табл. 3, МХП та «АвангардКо» у 2012 році наросли обсяги отриманого чистого прибутку порівняно з 2011 роком відповідно на \$52,3 та \$20 млн., при цьому таке зростання відбулося за рахунок більших обсягів реалізації та сприятливої кон'юнктури на продукцію даних підприємств (курячі яйця, м'ясо курятини, в незначній кількості – зернові). У 2012 році чистий прибуток «Астарті–Київ» скоротився майже на 54%, передумовою для чого була несприятлива кон'юнктура на ринку цукру.

Як було вже зазначено, однією з переваг сучасних агропромислових холдингів є їх доступ до зарубіжних ринків капіталу, а відповідно і залучення значної частки інвестиційних ресурсів шляхом розміщення та продажу акцій, випуску еврооблігацій тощо. Така тенденція не лише сприяє більш прозорій фінансовій діяльності бізнесу, а й ставить нові стратегічні завдання перед керівництвом та спрямовує діяльність бізнесу у вектор високої інституційно-інвестиційної спроможності, конкурентоспроможності та ефективності, в тому числі економічної.

Третій блок показників передбачає визначення доходності акцій (EPS), їх ринкової ціни (SP), а також капіталізації бізнесу, що відповідно відображає оцінку даних компаній ринком (табл. 4).

Вартість майже всіх досліджуваних агропромислових холдингів у 2012 році впала порівняно із 2011 роком (сумарно на \$13 млн.), що пов'язано також зі зниженням ціни акцій, передумовою для чого стали нижчі прибутки, зниження обсягів валового виробництва та виручки (табл. 3), а також зміною в інвесторській та ринковій кон'юктурі. Серед досліджуваних агропромислових холдингів лише МХП у 2012 році підвищив свою вартість (на 25,2% порівняно з 2011 роком), відповідно зросла і дохідність та ціна акцій (відповідно на 24 та 11,8%), а рівень ринкової капіталізації підвищився на 10,5%. Рівень взаємозв'язку кон'юнктури ринку та інших макроекономічних

тенденцій із показниками вартості та капіталізації бізнесу, а також цінами та дохідністю акцій є досить тісним, визначаючи рівень економічної ефективності підприємств та їх можливості до залучення додаткових інвестицій.

Аналізуючи капіталізацію компаній, необхідно також оцінювати кількість акцій, що знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку, тобто показник FreeFloat, який є критерієм ліквідності акцій компанії. Важливість даного показника полягає в тому, що він оцінює, наскільки роздробленим є загальний фонд акцій компанії, тобто яка кількість акцій знаходиться у руках приватних інвесторів (за виключенням стратегічних інвесторів, топ-менеджменту, держави тощо). При цьому за досить високого рівня FreeFloat може втрачатися контроль управління та підвищується ризик спекуляції, рейдерських та інших незаконних дій проти компанії. Саме тому компанії повинні обґрунтовано підходити до вибору оптимального рівня акцій, що можуть знаходитися у руках міноритарних акціонерів (рис. 3).

Досить високий рівень вільного обігу акцій на ринку мають компанії «Кернел» (58,4% акцій доступні приватному інвестору) та «Астарта» (31%). І хоча вихід на міжнародні фондові ринки із розміщенням на них корпоративних портфельів цінних паперів є певною перевагою, що отримується разом із залученням додаткових інвестиційних коштів, але значна кількість акцій в обігу несе також і загрозу, особливо спекулятивного характеру. Саме тому одним із критеріїв розміщення акцій компаній є оптимальний рівень FreeFloat, який би гарантував компанії високий рівень економічної та фінансової безпеки.

Важливими індикаторами економічної ефективності є також мультиплікатори прибутковості, а також рівні боргового навантаження, які можуть сигналізувати про існуючі проблеми ефективності та загрози, що несе в собі необґрунтована боргова політика компанії (табл. 5).

² Плани щодо розширення: UkrLandFarming має плани збільшити земельний банк на 225 тис. га (протягом трьох років до 800 тис. га), «Кернел Груп» – до 440 тис. га, МХП – до 450–500 тис. га (до 2015 року), «Мрія Агрохолдинг» – до 650 тис. га (до 2015 року), «Астарта–Київ» – до 400 тис. га (до 2016 року).

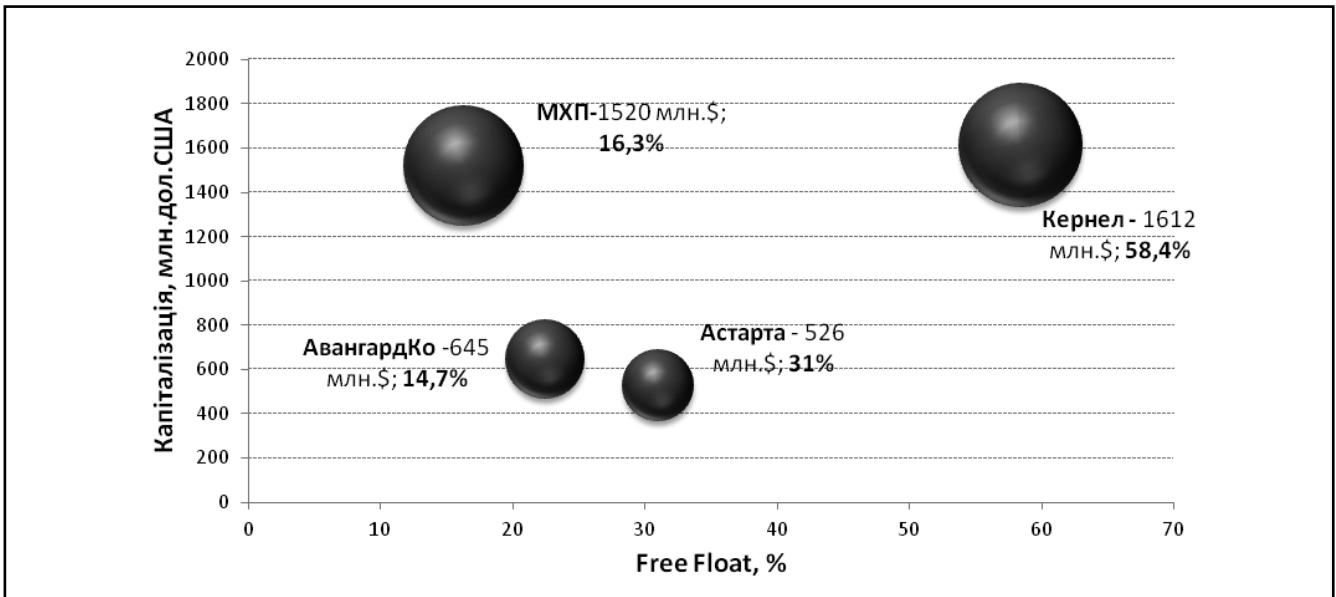


Рисунок 3. Капіталізація агропромислових холдингів та їх FreeFloat (2012 рік)

Таблиця 5. Оцінка ефективності агропромислових холдингів за мультиплікаторами прибутковості*

Компанія	Мультиплікатор			
	EV/EBITDA	EV/Revenue	Debt/EBITDA	MVA/EBITDA
МХП	5,3	1,7	2,8	3,2
«Кернел»	6,0	1,3	4,4	5,0
«Астарта»	6,9	1,5	3,3	5,4
«АвангардКо»	2,6	1,1	1,5	2,3
Середнє значення	5,2	1,4	3,0	3,6

* Власні розрахунки автора на основі даних консолідованих фінансових звітів агропромислових холдингів.

Показник боргового навантаження в розрахунку на одиницю прибутку (Debt/EBITDA) свідчить про потенційні загрози для компанії, оскільки показує наскільки швидко вона може розрахуватися за своїми боргами при відсутності можливостей рефінансування, а також погіршенні ринкової кон'юнктури. Показник Debt/EBITDA оцінює сумарну величину операційного прибутку та річної амортизації, яка знадобиться компанії з тим, щоб покрити існуюче боргове навантаження, а тому чим меншим є даний показник, тим краще для компанії («АвангардКо» – 1,5). Найвище значення боргового мультиплікатора у 2012 році мав «Кернел» (4,4), тобто компанії знадобиться чотири таких річних прибутки (до вирахування податків, амортизації та відсотків за кредитами) з тим, щоб покрити існуючий борг. Показник EV/EBITDA аналізує кількість років, за яку компанія може самоопкупитися за рахунок власного прибутку, а тому чим нижчий даний показник, тим швидше окупаються вкладення інвесторів. Найнижчий показник самоокупності за раху-

нок річного прибутку має «АвангардКо» (2,6), що є наслідком досить ефективного використання інвестиційних ресурсів для потреб операційно-господарської діяльності холдингу³. Аналогічним є показник EV/Revenue, який показує, за скільки років компанія може себе окупити за рахунок отриманої виручки. Даний показник може використовуватися як самодостатній для аналізу ефективності компанії, а також додатково в умовах, якщо компанія отримує негативне значення EBITDA. Логіка трактування є аналогічною до попереднього показника – чим нижче значення мультиплікатора EV/Revenue, тим ефективніше працює компанія і тим швидше вона самоокупається (наприклад, «АвангардКо» за рахунок виручки від реалізації може покрити свою вартість – активи та боргові зобов'язання за 1,1 року, а за рахунок EBITDA – за 2,6 року).

³ При цьому необхідно враховувати спеціалізацію компаній, а також їхні можливості відповідно до цього впливати на виробничі цикли, оборотність активів тощо.

Таблиця 6. Ефективність міжнародних компаній агропромислового сектору*

Компанія	Країна	Мультиплікатор	
		EV/EBITDA	EV/Revenue
SLC Agricola S.A.	Бразилія	9,9	2,3
KTG Agrar AG	Німеччина	7,3	2,1
Al Jouf Agri Development Company	Саудівська Аравія	6,7	2,7
Tandou Ltd.	Австралія	8,9	2,2
Середнє значення	x	8,2	2,3

* Власні розрахунки автора на основі даних консолідованих фінансових звітів іноземних агропромислових компаній (офіційні веб-джерела).

Поряд з аналогічними міжнародними компаніями вітчизняні холдинги є значно ефективнішими за рядом порівняльних показників (табл. 6).

Виходячи із наведених даних бачимо, що середні⁴ значення мультиплікаторів по міжнародних компаніях майже вдвічі перевищують відповідні показники по вітчизняних, що свідчить про швидшу можливість самоокупності вітчизняних агропромислових холдингів за рахунок прибутку (EV/EBIT-DA) та виручки від реалізації (EV/Revenue) за сталості всіх інших умов.

Висновки

Розвиток вітчизняного аграрного сектору характеризується певною двовекторністю: поряд із дрібно- та середньотоварними виробниками, які становлять кількісну більшість в Україні, функціонують та отримують все більший розвиток великі агропромислові холдинги, які забезпечують левову частину виробничого та експортного обсягу продукції, концентрують усе більші земельні масиви та характеризуються високим рівнем технологічної, екологічної, соціальної та економічної ефективності. З метою оцінювання їх економічної ефективності була запропонована методологія її визначення на основі низки показників, що характеризують операційно-господарську, інвестиційну та фінансову діяльність холдингів, їх економічний стан та взаємодію з ринковим середовищем, а саме через інвестиційну привабливість та можливість залучення додаткових інвестиційних коштів з урахуванням кон'юнктури ринку капіталів. Як показують дані аналізу, вітчизняні агропромислові холдинги є високоефективними суб'єктами господарської діяльності із досить високим рівнем ефективності використання активів, прибутковості та капіталізації бізнесу. Ефективність вітчизняних холдингів значно залежить від кон'юнктури як товарного, так

і ринку капіталів, що необхідно враховувати при побудові стратегій їх розвитку, включаючи рішення щодо розміщення портфелів цінних паперів, що не повинно йти всупереч економічній та фінансовій безпеці компаній.

Список використаних джерел

1. Андрійчук В.Г. Ефективність діяльності аграрних підприємств: теорія, методика, аналіз: Монографія. – К.: КНЕУ, 2005. – 292 с.
2. Андрійчук Р.В. Оцінка ефективності діяльності підприємства на основі визначення показника економічної доданої вартості // Економіка АПК. – 2007. – №3. – С. 65–72.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / Дамодаран А. – 4-е изд. – М.: АльпинаБизнес Букс, 2007. – 1340 с.
4. Дихтяр В. Правильные ростки // Агроперспектива, 2013. – №6 (157). – С. 42–45.
5. Друкер П. Задачи менеджмента в XXI веке. – М.: Вильямс, 2003. – 272 с.
6. Турило А.М., Турило А.А. Дальнейшее исследование сущности экономической эффективности и классификация ее видов // Економіка і управління інноваціями, 2004. – №3. – С. 153–156.
7. <http://www.aljouf.com.sa>
8. <http://www.astartakiev.com/>
9. <http://avangard.co.ua/>
10. <http://www.kernel.ua/ru/>
11. <http://www.mhp.com.ua/ru/home>
12. <http://www.ktg-agrar.de>
13. <http://www.slcagricola.com.br/>
14. <http://www.tandou.com.au>
15. <http://www.ukrstat.gov.ua/>

⁴ Варто порівнювати середні, а не абсолютні значення мультиплікаторів по компаніям, оскільки вони можуть різнитися за виробничим типом та спеціалізацією.

УДК 338.27

Ю.М. ШПИГ,
аспірантка, Національний університет харчових технологій

Методичні підходи до управління інтегрованими структурами в умовах модернізації національної економіки

Сучасна продовольча політика спрямована на інтенсифікацію виробництва і підвищення ефективності використання ресурсів з метою надійного забезпечення населення країни продовольством. Загальновизнаною проблемою сучасної економічної реальності є низька ефективність діяльності вітчизняних підприємств харчової промисловості, коріння якої криються в застарілих підходах до управління, низькому рівні інвестицій в капітал, ігноруванні інновацій у всіх сферах діяльності промислових підприємств.

Ключові слова: агропромислові структури, м'ясопереробні підприємства, управління, аутсорсинг, фінансовий центр.

Современная продовольственная политика направлена на интенсификацию производства и повышение эффективности использования ресурсов с целью надежного обеспечения населения страны продовольствием. Общеизвестной проблемой современной экономической