

УДК 330.322

О. О. Сніцаренко,
 директор інвестиційно-банківської діяльності ІК АРТ-КАПІТАЛ,
 магістр Колумбійського університету
 Г. М. Стешенко,
 аналітик ІК АРТ-КАПІТАЛ, асистент кафедри обчислюваної математики
 факультету кібернетики, Київський національний університет імені Тараса Шевченка

ПОРІВНЯЛЬНИЙ МЕТОД ОЦІНКИ АГРОКОМПАНІЙ

Метою даної статті є аналіз сучасних теоретичних і практичних аспектів використання одного із основних методів оцінки аграрних компаній — порівняльного аналізу, з акцентом на характеристиках основних мультиплікаторів. 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 one of the main methods of evaluating agricultural companies — the market method, with the focus on characteristics of certain ratios. 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

Порівняльний метод оцінки є одним із основних методів оцінки агрокомпаній в Україні. Незважаючи на те, що при розгляді оцінки компаній головна увага завжди приділяється методу дисконтування грошових потоків, у дійсності в більшості випадків оцінка є порівняльною. Вартість більшої частини активів, починаючи з дому, який ви купуєте, і закінчуючи акціями, в які ви вкладаєте свої гроші, ґрунтується на тому, яким чином складається ціна на аналогічний актив на ринку. Порівняльна оцінка вартості активу відштовхується від ціноутворення на схожі активи, стандартизовані за допомогою використання будь-якої загальної змінної, такої як прибуток, грошові потоки, балансова вартість або виручка [1].

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Основними методами оцінки агрокомпаній в Україні є метод дисконтування майбутніх грошових потоків і порівняльний аналіз. Метою цієї статті є дослідження теоретичних і практичних аспектів використання порівняльного методу оцінки агрокомпаній в Україні. Головна увага приділена оцінці агрокомпаній в Україні за допомогою методу порівняльного аналізу. Протягом світової фінансової кризи в 2008—2010 роках аграрний сектор України був майже не єдиним сектором України до якого іноземні інвестори проявляли реальний інтерес шляхом купівлі акцій український емітентів на Варшавській фондовій біржі.

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 ціноутворен-

ня 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 обертаються на ринку (варанти), інші активи не є активами, якими торгують, і є реальними активами (проекти, патенти, запаси нафти) [1].

Метод дисконтування майбутніх грошових потоків (DCF) є найбільш використовуваним методом оцінки вартості компаній, які мають додатний грошовий потік. Цей метод дозволяє оцінити справедливую вартість, незважаючи на темпи росту майбутніх грошових потоків і рівня рентабельності бізнесу [1, с. 24]. Цей метод використовувався практично в кожній транзакції М&А (злиття та поглинання) за участі українських агрокомпаній і при кожному залученні капіталу.

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 методу — його простота. Головний недолік — мультиплікатори можуть не враховувати різні підходи до оцінки прибутку, різні темпи росту і різну рентабельність порівнювальних компаній, 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. Діапазон мультиплікатора $EV/EBITDA$ майбутнього року при розміщенні українських агрокомпаній був достатньо широкий — від 4х до 9х, що було зумовлено різними підходами до обліку переоцінки біологічних активів і кон'юнктурою ринків на момент розміщення. Коливання мультиплікатора P/E було ще більше, враховуючи більш високу волатильність показника рентабельності чистого прибутку порівняно з $EBITDA$.

2. Мультиплікатори 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. В залежності від кількості та якості таких активів, наприклад, мультиплікатор $EV/\text{гектар}$ за такими транзакціями в Україні може коливатися від $\$300/\text{га}$ до $\$1100/\text{га}$, як це було у випадку придбання компанією Кернел агрокомпанії Enselco.

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: 1) порівняно дешеві ставки оренди і обслуговування землі в управлінні; 2) порівняно висока рентабельність бізнесу внаслідок дешевих ресурсів, помірного клімату і високої якості ґрунту; 3) пільговий режим оподаткування, субсидії та інші привілеї від держави; 4) можливість швидкого нарощування банку землі в управлінні в умовах відсутності можливості її покупки.

Головною 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, пошук однакових компаній стає суб'єктивною справою. Тобто упереджений аналітик може вибрати групу схожих компаній для підтвердження своїх упереджень стосовно вартості будь-якої компанії [1].

ВИСНОВКИ

Українські аграрні компанії є найпривабливішими об'єктами для іноземних інвестицій у сучасних економічних умовах України. Тому аналіз і висвітлення тенденції використання основного методу оцінки аграрних компаній — порівняльного аналізу — є важливим науковим результатом для реалізації покращення інвестиційної привабливості України (за рахунок сучасного фахового підходу до оцінки аграрних українських компаній — об'єктів для інвестицій), що, в свою чергу, буде сприяти збільшенню іноземних інвестицій і росту національної економіки.

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. Проблема при використанні мультиплікатора на основі порівнюваних компаній полягає в тому, що цей метод схильний до помилок (переоцінці або недооцінці), які ринок міг зробити при оцінці схожих компаній. В той час оцінка дисконтованих грошових потоків базується на темпах росту і грошових потоках компанії, тому цей метод з меншою ймовірністю буде зазнавати впливу помилок ринку при оцінці компанії. Використання специфічних галузевих мультиплікаторів, наприклад, таких як $EV/\text{гектар}$ за транзакціями з приводу купівлі невеликих агрокомпаній крупними гравцями, є ефективним сучасним методом оцінки, коли головною метою транзакції є купівля певних сільськогосподарських активів — орендованої землі, поголів'я тварин, складських приміщень, техніки та інфраструктури.

Література:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / А. Дамодаран. — 6-е изд. — М.: Альпина Паблишерз, 2010. — 1338 с.
2. Балашов В. Г., Ириков В.А., Иванова С.И., Марголит Г.Р. IPO и стоимость российских компаний. Мода и реалии. — Издательство: Дело, Академия народного хозяйства, 2008. — 336 с.
3. Джеймс Р. Хитчнер. Стоимость капитала. — Издательство: Маросейка, 2008. — 176 с.
4. Феррис К. Оценка стоимости компаний: как избежать ошибок. — Издательство: Диалектика-Вильямс, 2005. — 256 с.
5. White G.I., Sondhi A., and Fried D. 1997. The analysis and use of financial statements. — New York: John Wiley & Sons.

Стаття надійшла до редакції 25.05.2012 р.