

УДК: 658.15

ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

О. І. Піжук, к. е. н., доцент, С. А. Михалевич, магістр, Національний університет державної податкової служби України, olga-homenko@ukr.net

У статті висвітлено необхідність та основні підходи до оцінки вартості підприємства. Наведено основні етапи проведення оцінки вартості підприємства за порівняльним підходом, визначено порядок розрахунку та основні правила застосування таких цінових мультиплікаторів як: P/E, EV/S, P/S, EV/EBITDA. Обґрунтовано практичні рекомендації щодо здійснення оцінки вартості діючого вітчизняного підприємства з використанням порівняльного підходу, виявлено його основні переваги та недоліки.

Ключові слова: оцінка вартості підприємства, порівняльний підхід, капіталізація, цінові мультиплікатори, метод ринку капіталу, метод галузевих коефіцієнтів.

Постановка проблеми. У сучасних умовах господарювання важливим комплексним критерієм економічного розвитку та мірою ефективності управління підприємством є збільшення його вартості. У зв'язку з цим, оцінка вартості підприємства стає інструментом, який дозволяє своєчасно приймати та коригувати управлінські рішення у разі зростання рівня можливих загроз як внутрішнього, так і зовнішнього середовища.

Пошук можливостей ефективного функціонування підприємства зумовлює необхідність формування якісної системи інформаційного забезпечення прийняття управлінських рішень у сфері вибору методів оцінки вартості підприємства та визначення альтернатив його подальшого розвитку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Роботи, присвячені оцінці підприємства, були опубліковані в Україні у першій половині 90-х років. У своїй переважній більшості вони були безпосереднім перекладом праць відомих західних вчених і фахівців з оцінки підприємства (Ш. Пратт, К. Гріффіт, К. Уілсон, Дж. Фішмен).

Праці вітчизняних науковців з даної проблематики стали доступними широкому загалу економістів тільки з кінця минулого десятиріччя. Серед вчених, які внесли вагомий внесок у дослідження проблем оцінки вартості підприємства, можна виділити В.Є. Єсіпова [7], О.О. Терещенко [11], Ю.Я. Єленеву [6], Т. Коллера, І. І. Бродську [5], Т.В. Стрельцова [9], М.А. Федотова, Л.Д. Ревуцького, Т.В. Теплова [10] та інших.

Незважаючи на певні результати, отримані у сфері відповідних досліджень, все ще існує недостатній ступінь систематизації теоретичних та методичних основ оцінки вартості підприємства, а також практичних методик її здійснення в межах існуючих методів. Іншою проблемою, яка вимагає свого вирішення, є адаптація цих методик до реалій української практики. Все це зумовлює необхідність подальших досліджень теоретико-методичних і прикладних аспектів оцінки вартості підприємства.

Формулювання мети статті. Мета статті полягає у визначенні переваг та недоліків застосування порівняльного методу для оцінки вартості підприємства, окреслення напрямів удосконалення методики здійснення даної процедури.

Виклад основного матеріалу дослідження. У теорії і практиці для оцінки вартості майна підприємства використовують три основні підходи: витратний (майновий), дохідний і порівняльний (ринковий), при цьому кожен із них містить сукупність власних спеціальних методів.

Так, відповідно до положень Національного стандарту оцінки №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» витратний підхід – сукупність методів оцінки, що базуються на визначенні необхідних витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з урахуванням величини його зносу [3]. У практиці оцінки вартості підприємства в межах цього підходу найширше використовуються методи: чистої балансової вартості, скоригованої вартості, оцінювання чистої

ринкової вартості матеріальних активів, вартості заміщення, відновної вартості, ліквідаційної вартості.

Дохідний підхід визначається як сукупність методів, які засновані на визначенні очікуваних доходів від об'єкта оцінки [3]. До них належать: метод капіталізації чистого доходу, метод капіталізації дивідендів, метод капіталізації надлишкового доходу, метод дисконтування грошового потоку.

Порівняльний підхід – це сукупність методів оцінки об'єктів власності, заснованих на порівнянні об'єкта оцінки з подібними об'єктами, з відповідним коригуванням відмінностей між ними [3]. Порівняльний підхід найбільш ефективний в умовах існування активного ринку зіставних об'єктів власності. В межах цього підходу використовуються один і більше методів, що засновані на порівнянні даного підприємства з аналогічними підприємствами, частками акціонерів у капітал підприємств та цінними паперами, що вже реалізовані на ринку. Ці дані можуть слугувати джерелом об'єктивної інформації для визначення вартісних показників, що використовуються в процесі оцінювання. Точність оцінки за допомогою порівняльного методу залежить від якості та достовірності зібраних даних, при цьому для порівняння обираються об'єкти, аналогічні за масштабами та видами діяльності з оцінюваним підприємством [5].

Порівняльний (ринковий) підхід ґрунтується на використанні трьох основних методів. Так, перший – метод ринку капіталу (компанії-аналога) заснований на використанні ринкових цін акцій аналогічних підприємств, які котируються на фондовому ринку і є базою для внесення корегувань у вартість акції об'єкта оцінки. Сферою застосування даного методу в чистому вигляді є оцінка неконтрольних пакетів акцій.

Другий – метод угод (продажів), який дозволяє оцінити вартість підприємства в цілому або вартість контрольного пакета його акцій. Суть даного методу зводиться до того, що вартість об'єкта оцінки являє собою скоректовану продажну ціну аналогічного підприємства за умов їхньої порівняльності.

Третій – метод галузевих коефіцієнтів (метод галузевих співвідношень або прави-

лом «золотого перетину»). Використання даного методу можливе за умов наявності стабільних галузевих співвідношень між ціною та певними фінансовими показниками. Метод забезпечує лише орієнтовний результат, тому що галузеві коефіцієнти уніфікують об'єкт оцінки.[4, с.79]

Порівняльний підхід включає в себе такі основні етапи оцінки як [9, с. 41–43]:

1. Збір необхідної інформації. Для оцінки вартості підприємства порівняльним підходом необхідні два типи інформації: ринкова (цінова), фінансова. Остання, як правило, представлена бухгалтерською та фінансовою звітністю, а також додатковими відомостями, що дозволяють визначити схожість компаній і провести необхідні корегування, що забезпечують необхідну співставленість. Фінансова інформація повинна бути представлена звітністю за останній звітний рік і попередній період. Ретроінформація збирається зазвичай за 5 років.

2. Складання списку аналогічних підприємств. Процес відбору зіставних компаній здійснюється у кілька етапів. На першому етапі визначається так зване «коло підозрюваних». У нього входить максимально можливе число підприємств, що мають вже складену на ринку ціну купівлі-продажу. Критерії зіставлення на цьому етапі досить вільні. Це в першу чергу подібність під галузі, виробленої продукції (послуг), обсяг виробництва, співвідношення власних і позикових коштів. Порівняльність визначається на основі інформації, що публікується у пресі.

На другому етапі складається список кандидатів. Оскільки аналітику потрібна додаткова інформація, що публікується в друку, він повинен зібрати її безпосередньо на підприємствах. Після цього початковий список може скоротитися внаслідок відмови деяких фірм в наданні необхідних відомостей, а також внаслідок поганої якості та недостовірності представленої інформації.

На третьому етапі складається остаточний перелік компаній-аналогів. Включення підприємств в цей список засновано на ретельному аналізі додатково отриманої інформації. На цьому етапі аналітик посилює критерії порівняльності шляхом дослідження

рівня диверсифікації виробництва, положення на ринку, характеру конкуренції, геополітичного становища тощо.

3. Фінансовий аналіз. Порівняльний підхід оцінки підприємства використовує всі традиційні прийоми і методи фінансового аналізу. Аналітик розраховує фінансові коефіцієнти, аналізує баланси та звіти про прибутки та збитки. Фінансовий аналіз є найва-

жливішим прийомом визначення порівнянності аналогічних підприємств з об'єктом оцінювання.

4. Розрахунок мультиплікаторів. Мультиплікатор (з англ. «multiple») – перекладаються як «множник». Так, в економічній літературі зустрічається різноманітна класифікація мультиплікаторів (табл. 1.)

Таблиця 1

Класифікація мультиплікаторів по знаменнику

Мультиплікатори	Приклад
Виручки	EV/S, P/S
Прибутку	P/E, EV/NOPLAT
Грошових потоків	EV/EBITDA, P/CF, EV/DACF
Капіталу	EV/IC, P/BV
Галузеві	EV/Запаси нафти

Джерело: [12]

5. Визначення величини вартості підприємства, яка є сумою цін усіх акцій підприємств-аналогів, помножених на питому вагу обраного за кожним аналогом мультиплікатора.

6. Внесення підсумкових коригувань з врахуванням особливостей підприємства.

Вважаємо за необхідне розглянути порядок розрахунку й основні правила застосування таких цінових мультиплікаторів як: P/E, EV/S, P/S, EV/EBITDA. P/E (Price/Earnings, або Price/Net Income) – це найбільш відомий мультиплікатор. Для розрахунку мультиплікатора «ціна-прибуток» в чисельнику фігурує ринкова оцінка підприємства (ринкова капіталізація однієї акції на певну дату (або середня величина за рік), а в знаменнику – чистий прибуток. Але якщо ринкова ціна акції для публічних компаній з ліквідним ринком акцій визначається щохвилини, то прибуток фіксується тільки за рік, квартал, місяць, тощо [10]. Аналіз за використання даного мультиплікатора ускладнюється тим, що його високе значення може говорити як про позитивні перспективи компанії, так і про падіння її чистого прибутку.

P/S (Price/Sales) – визначається як відношення ринкової капіталізації до виручки компанії. Даний показник цікавий тим, що його волатильність є набагато меншою, ніж у попереднього показника, так як під час його розрахунку використовується виручка від реалізації товарів (робіт).

EV/S (Enterprise Value/Sales, або Enterprise Value/Revenue) – розраховується як відношення вартості підприємства до його виручки. $EV = Enterprise Value = \text{«вартість компанії»} = \text{Капіталізація} + \text{чистий борг}$ [12]. Цей показник відрізняється тим, що в ньому враховують вартість тільки інвестованих активів, які знаходяться в обігу й виключаються вільні грошові кошти.

EV/EBITDA – це відношення вартості компанії до доходів, сплати податків, виплати відсотків та амортизації. Цей показник відображає можливість компанії платити за отримані кредити й емітовані облігації. Перевагами цього мультиплікатора є нейтральність до розмірів і структури заборгованості підприємств. Відмінності в методах нарахування зносу у різних підприємств не впливають на EBITDA. При порівнянні фірм з різними фінансовими важелями цей мультиплікатор прибутку набагато легше використовувати, ніж інші.

Зважаючи на мету даного дослідження, доцільною є оцінка вартості діючого підприємства. Для цього була обрана провідна вертикально-інтегрована вітчизняна агропромислова компанія «Кернел», лідер українського ринку з виробництва й експорту соняшникової олії та один з найбільших експортерів зернових культур (табл.2). Компанія також надає послуги зі зберігання сільськогосподарських продуктів, експорту через власні термінали на Чорному морі, займається виробництвом цукру. В останні

роки «Кернел» проявляє велику активність у сфері M&A, що допомагає її зміцненню і посилює диверсифікації бізнесу [1].

Таблиця 2

Структура капіталу компанії «Кернел» станом на 30.09.2012р.

Кількість акцій, млн.	79,68341
Капіталізація, \$ млн.	1621,15
Чистий борг, \$ млн.	931,32
Вартість компанії, \$ млн.	2552,47
Ціна акції на 30.09.2012р., \$	20,34

Джерело: [2]

Для розрахунку вартості «Кернел» нами було проведено порівняння показників компанії зі звітністю компаній-аналогів за період 30.09.2011–30.09.2012 рр. (тобто, за 4 квартали).

В якості аналогів були відібрані виробники олії, що мають свій земельний банк і диверсифікують свою діяльність шляхом вирощування зернових та інших культур. Для розгляду нами було відібрано 8 компаній, серед яких 3 українські (MHP, KSG AGRO, Astarta) та 5 іноземних (Bunge, Wilmar international, London Sumatra, Astra agro, ADM) (табл. 3).

Розрахунок мультиплікаторів P/S, EV/S, EV/EBITDA та P/E наведено у табл. 4. З наведених розрахунків випливає, що акції компанії «Кернел», котируються з дисконтом, тобто є недооціненими на ринку і мають умовний потенціал для росту.

Після розрахунку мультиплікаторів, доцільним є визначення ринкової ціни дос-

ліджуваної компанії (табл. 5.).

Згідно отриманим результатам, компанія «Кернел», на нашу думку, має потенціал росту близько 65%, а ринкова вартість компанії становить близько 2,668 \$ млрд. Безумовно, отриманий результат має певну похибку, адже багато українських та російських підприємств-аналогів не є відкритими і доступ до їхньої інформації є конфіденційним.

Разом з цим, варто зазначити, що який би метод не було обрано для оцінки компанії, всі вони несуть у собі певний ступінь ризику і мають певну похибку. Однак, вагомою перевагою використання мультиплікативного підходу є те, що аналітик орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу аналогічних підприємств. За таких умов ціна підприємства визначається ринком, оскільки аналітик обмежується тільки корегуванням, яке забезпечує співставність аналогу з оцінюваним підприємством.

Таблиця 3

Порівняння показників компанії «Кернел» зі звітністю компаній-аналогів за період 30.09.2011–30.09.2012 рр.

Назва компанії	Країна	Капіталізація (P)	Вартість компанії (EV)	Виручка (S)	EBITDA
Astarta	Україна	521,93	787,79	457,72	178,46
MHP	Україна	1533,28	2537,05	1393,13	480,06
KSG agro	Україна	62,13	123,97	41,32	13,76
Bunge	США	9796,58	18183,58	62274	1655
Wilmar international	Сінгапур	16954,78	31628,07	45358,6	2173,53
London Sumatra	Індонезія	1743,07	1551,48	491,63	192,77
Astra agro	Індонезія	3604,34	3659,14	1236,61	380,4
ADM	США	17911,62	26620,62	88944	2689
Загальна сума		52127,73	85091,7	200197	7762,98
Kernel	Україна	1621,15	2552,47	2295,55	353,71

Джерело: [2]

Таблиця 4

Розрахунок мультиплікаторів P/S, EV/S, EV/EBITDA та P/E

Назва компанії	Країна	P/S	P/E	EV/S	EV/EBITDA
Astarta	Україна	1,14	5,26	1,72	4,41
MHP	Україна	1,10	4,75	1,82	5,28
KSG agro	Україна	1,50	3,14	3,00	9,01
Bunge	США	0,16	10,68	0,29	10,99
Wilmar international	Сінгапур	0,37	13,26	0,70	14,55
London Sumatra	Індонезія	3,55	11,99	3,16	8,05
Astra agro	Індонезія	2,91	15,04	2,96	9,62
Archer-daniels-midland	США	0,20	18,95	0,30	9,90
Середнє значення		1,37	10,38	1,74	8,98
Kernel	Україна	0,71	7,58	1,11	7,22

Джерело: Розраховано автором

Таблиця 5

Визначення ринкової ціни компанії «Кернел»

Мультиплікатори	Ринкова ціна, \$	Вага показника	Потенціал росту, %
P/S	39,39	0,25	93,59
P/E	27,87	0,25	37,00
EV/S	38,53	0,25	89,39
EV/EBITDA	28,16	0,25	38,41
Кінцева ціна	33,49	1	64,60

Джерело: Розраховано автором

Висновки. Проведений аналіз дозволяє зробити висновки, що порівняльний підхід базується на ретроінформації і, відповідно, відображає фактично досягнуті результати господарської діяльності підприємства, у той час, коли, наприклад, метод DCF зорієнтований переважно на прогнози майбутніх доходів. Ще однією перевагою порівняльного методу є можливість реального відображення впливу попиту й пропозиції на об'єкт інвестування, оскільки ціна угоди, що фактично укладається, максимально враховує ситуацію на ринку [9, с.39].

Поряд з цим, порівняльний підхід не позбавлений і певних недоліків, які обмежують його застосування в оціночній практиці. По-перше, він не враховує впливу чинників, які проявляються тільки через 3–5 років, оскільки він слугує інструментом оцінки вартості компанії в коротко- і середньостроковому періодах. Так, наприклад, якщо через 3 роки компанія планує реалізувати певну інвестиційну програму, то прорахувати за допомогою порівняльного методу, як це позначиться на її вартості, неможливо. Ефект від тих чи інших подій, що виявляться у віддаленій перспективі

(більш, ніж два роки), можна закласти тільки в модель DCF. Отже, метод, що розглядається, ігнорує перспективи розвитку в майбутньому.

По-друге, порівняльний підхід можна застосовувати тільки за наявності доступної різнобічної фінансової інформації щодо вибірки підприємств відібраних оцінювачем у якості аналогів.

По-третє, процедура оцінювання за порівняльним підходом наражається на обмеження, пов'язані з пошуком більш-менш ідентичних компаній для оцінювання, а також необхідність виявлення відмінностей між ними і визначення шляхів їх нівелювання в процесі оцінювання кінцевої величини вартості. Отже, цей метод недоцільно застосовувати для оцінювання одиничних компаній, які не мають аналогів на ринку, а також компаній з невеликими доходами або збитковою діяльністю [8, с.127].

Таким чином, оцінка вартості компанії порівняльним методом має як свої переваги, так і недоліки. Тому для отримання реальної оцінки, доцільно застосовувати декілька підходів. Як вважається, тільки їхня сукупність дозволить врахувати вплив

цілого ряду важливих факторів, а саме: ризику, можливості економічного зростання, інфляцію, потенціал економічної стійкості підприємства.

Література:

1. Kernel Holding S.A. and Subsidiaries: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.kernel.ua
2. Financial Statement Analysis: [Електронний сервіс]. – Режим доступу : «Bloomberg Professional service.»
3. Загальні засади оцінки майна і майнових прав // Положення Національного стандарту оцінки №1. [із змінами, внесеними згідно з Постановою КМ № 231 (231–2013-п)]. – від 04.03.2013
4. Ачкасов І. А. Потенціал підприємства : формування та оцінювання : конспект лекцій / І. А. Ачкасов, Т. А. Пушкар, В. Г. Федорова; Харк. нац. акад. міськ. госп-ва; – Х.: ХНАМГ, 2010. – 89 с.
5. Бродська І. І. Теоретико-прикладні засади застосування сучасних методичних підходів до оцінки вартості підприємства / І. І. Бродська // Економічний форум. – Луцьк: РВВ ЛНТУ, 2011. – № 3. – С.323–332.

6. Еленева Ю. Я. Оценка компаний методом мультипликаторов: зарубежный опыт и практика // Ю. Я. Еленева, И. А. Непринцев / Аудит и финансовый анализ. – 2010 – № 2. – С.326–329.

7. Есипов В. Е. Оценка бизнеса: учеб. пос. / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова. – СПб.: Питер, 2006. – 464 с.

8. Рубан О. / Визначення справедливої вартості акціонерного капіталу українських компаній // О. Рубан / Світ фінансів. – 2008 – № 3. – С.118–129.

9. Стрельцова Т. В. Основы оценки бизнеса: учебное пособие / Т. В. Стрельцова, Е. В. Бучнева. – Барнаул: Изд-во АГАУ, 2007. – 57 с.

10. Теплова Т. В. Инвестиции: учебник для студентов, обучающихся в вузах по экономическим специальностям / Т. В. Теплова. – 2-е изд. – М.: Юрайт, 2011. – 724 с.

11. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. пос. / О. О. Терещенко. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.

12. Тимофеев Д. В. Сравнительная оценка [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://tidivi.narod.ru/6_Multiples.pdf

В статье освещены необходимость и основные подходы к оценке стоимости предприятия. Приведены основные этапы проведения оценки стоимости предприятия используя сравнительный подход, определен порядок расчета и основные правила применения таких ценовых мультипликаторов как: P/E, EV/S, P/S, EV/EBITDA. Обоснованы практические рекомендации по осуществлению оценки стоимости действующего отечественного предприятия с использованием сравнительного подхода, выявлены его основные преимущества и недостатки.

Ключевые слова: оценка стоимости предприятия, сравнительный подход, капитализация, ценовые мультипликаторы, метод рынка капитала, метод отраслевых коэффициентов.

The necessity and methods of company valuation are discussed. Basic stages of comparative valuation are performed. Rules for calculation and application of such price multipliers as P/E, EV/S, P/S, EV/EBITDA are determined. Practical advice for comparative valuation of domestic company is given. Advantages and disadvantages of comparative valuation method are explained.

Keywords: company valuation, comparative approach, capitalization, contracts method, price multipliers, capital market method, industry estimates method.

Рекомендовано до друку д. е. н., проф. Белінською Я. В.