

СЕКЦІЯ 2 СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 339.92:658.14

Петрашко А.П.

*аспірант кафедри міжнародної торгівлі
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана*

ИНДИКАТИВНАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ КОМПАНИЙ

В статье представлена индикативная оценка стоимости международной компании. Оценка осуществлена на основе мультипликаторов торгуемых на мировом рынке компаний-аналогов. Также была проведена корректировка данной оценки на объем чистого долга и необходимый оборотный капитал для выполнения бизнес-плана 2015 г. конкретной компании.

Ключевые слова: индикативная оценка стоимости компании, мультипликаторы оценки, компании-аналоги.

Петрашко О.П. ІНДИКАТИВНА ОЦІНКА ВАРТОСТІ МІЖНАРОДНИХ ПІДПРИЄМСТВ

У статті представлена індикативна оцінка вартості міжнародної компанії. Оцінка здійснена на основі мультиплікаторів, що торгуються на світовому ринку, компаній-аналогів. Також було проведено коригування даної оцінки на обсяг чистого боргу і необхідний оборотний капітал для виконання бізнес-плану 2015 р. конкретної компанії.

Ключові слова: індикативна оцінка вартості компанії, мультиплікатори оцінки, компанії-аналоги.

Petrashko A.P. INTERNATIONAL COMPANIES INDICATIVE VALUATION

This article elaborates an indicative valuation of an international company. The valuation is based on peers' multiples approach. Additionally, several key adjustments have been made, namely net debt and working capital requirement to reach the 2015 budget of the company.

Keywords: indicative valuation, multiples, traded peers.

Постановка проблемы. Формирование инвестиционного позиционирования любой компании – это сложный комплекс различных процедур, который объединён единой целью – максимальной эффективностью продажи ее акций. Основой такого позиционирования является стоимость бизнеса (стоимость акционерного капитала) компании. Потенциальные инвесторы стремятся приобрести акции компаний, которые оцениваются с дисконтом к уже торгуемым компаниям-аналогам. Для формирования понимания инвестиционного позиционирования андеррайтеры (организаторы размещения акций компаний на фондовом рынке) должны в начале процесса первоначального публичного предложения акций (initial public offering, IPO) предоставить индикативную оценку стоимости компании. В связи с этим практика индикативной оценки стоимости международных компаний всегда актуальна.

Анализ последних исследований и публикаций. Индикативная оценка, или ценовой диапазон стоимости международных компаний, предполагает определение максимальной и минимальной стоимости компании.

В существующей практике есть два подхода оценки бизнеса компаний: справедливая стоимость компании и стоимость компании в сравнении со стоимостью компаний-аналогов.

Обобщение оценочной практики в России за последние 15 лет представлено в монографии профессора В.М. Рутгайзера, отличительной особенностью которой является обоснование теоретических подходов к оценке стоимости компаний сквозь призму постепенно накапливаемого опыта [1]. Эта практика была применена автором при оценке стоимости таких

российских компаний, как «Норильский никель», «Апатит», «Связьинвест», «Роснефть» и др. Экспертная авторская оценка стоимости 20-процентного пакета акций «Апатит» основывается на расчетах оценщиков ООО «ВС-оценка» и данных рейтингового агентства журнала «Эксперт». В.М. Рутгайзер исследовал методологию и результаты расчетов названных выше экспертов, сопоставил результаты этих оценок и откорректировал их расчеты сквозь призму авторских подходов к оценке стоимости международных компаний [1, с. 217–243]. Необходимо отметить, что исследователь анализировал накопленный российский опыт: чисто российское изобретение – залоговые аукционы, практики возврата пакетов акций и организацию действий комиссионеров, соотношение залоговой стоимости компании и рыночной цены пакета ее акций [1, с. 246–252]. Следует отметить, что авторские подходы были эксклюзивными и не имели аналогов в специальной экономической литературе.

Сравнительная оценка (рыночный подход) является наиболее известным и самым распространенным методом оценки бизнеса компаний. Этот метод достаточно прост с позиции математических расчетов и особенно актуален в том случае, если на рынке представлены сравнимые компании. В соответствии с этим методом, сравниваются несколько финансово-операционных показателей и мультипликаторов компании с идентичными показателями сравнимых публичных компаний-аналогов данного рынка, акции которых котируются на бирже. Наиболее ответственной и сложной задачей в данном процессе является отбор действительно подходящих сравнимых компаний – аналогов рынка. Необходимо отбирать зрелые и ликвидные компании на основе

оценки их размера, перспектив роста, рентабельности, ассортимента выпускаемой продукции, партнерских взаимоотношений с поставщиками и потребителями, рисков бизнеса, товарной специализации, клиентской базы, географии деятельности и др.

Разные виды мультипликаторов для оценки стоимости компаний исследователи объединяют в две группы: общего применения и отраслевые [1–3; 7]. Мультипликаторы общего применения могут быть использованы любой компанией независимо от отрасли ее деятельности. Их перечень включает: рыночную капитализацию/чистую прибыль компании, рыночную стоимость акций/балансовую стоимость акций, стоимость компании с учетом всех источников ее финансирования/прибыль до вычета расходов, стоимость компании с учетом всех источников ее финансирования/валовой выручки. Отраслевые мультипликаторы применяются для компаний, действующих в конкретной отрасли. Последним этапом оценки является корректировка показателей оценки стоимости компании на основе профессиональных экспертных мнений и практик аналитиков инвестиционного рынка. Выбор правильных мультипликаторов очень важен для определения диапазона оценки бизнеса компании.

Цель статьи. Выбор компаний – аналогов мирового рынка производителей трансформаторов и мультипликаторов для оценки стоимости бизнеса ПАО «Запорожтрансформатор», а также индикативная оценка ее стоимости.

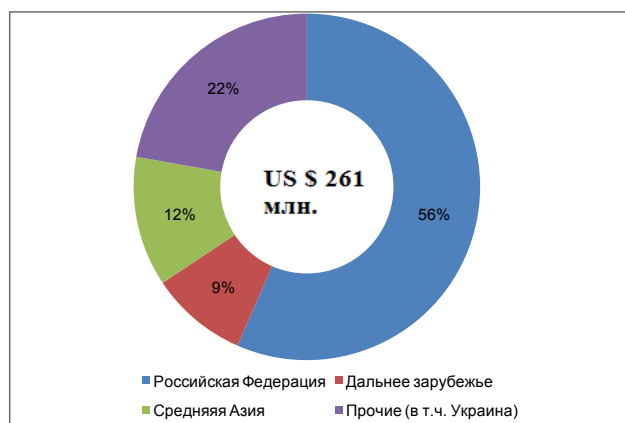


Рис. 1. Прогнозируемая структура продаж ПАО «Запорожтрансформатор», 2015 г. [5]

Изложение основного материала. ПАО «Запорожтрансформатор» входит в ТОП-10 мировых производителей трансформаторов (500-1, 200кВ), крупнейший производитель трансформаторов в СНГ и Европе. Производственные мощности составляют 60 ГВА (около 700 единиц оборудования) в год. Компания контролирует более 50% рынка СНГ и экспортирует оборудование в 86 стран мира. Продажи компании охватывают около 4% мирового рынка трансформаторостроения. Основным рынком сбыта является Россия (более 50%

Таблица 1

Специализация компаний мирового рынка производства трансформаторов

Название компании	Страна	Стоимость (МСap) US \$ млн.	Сферы деятельности
Crompton Greaves	Индия	1,985	Трансформаторы, реакторы, промышленные двигатели, распределительные устройства, смежное оборудование
Aichi Electric Co	Япония	191	Трансформаторы, системы контроля, автоматизированные системы для электрооборудования
Hammond Power Solutions	Канада	65	Стандартные и сухие трансформаторы
TiraThai	Таиланд	62	Силовые трансформаторы
Voltamp Energy SAOC	Оман	61	Силовые, заземленные, герметичные трансформаторы
Transformers & Rectifiers	Индия	48	Силовые и распределительные трансформаторы

Источник: Bloomberg по состоянию на 26 января 2015 г.

Таблица 2

Мультипликаторы торгуемых компаний – аналогов мирового рынка производства трансформаторов, 2013–2015 гг., US \$ млн. [6]

Компания	EVUS \$ млн.	EV/Выручка			EV/ЕБИТДА			Price/Book		
		2013	2014п	2015п	2013	2014п	2015п	2013п	2014п	2015п
Crompton Greaves	2,26	1,0	1,0	0,9	20,0	16,1	12,0	2,0	3,0	3,2
Aichi Electric Co	120	0,2	0,2	0,2	2,3	н.д.	н.д.	0,5	0,5	0,5
Hammond Power Solutions	81	0,3	0,4	0,4	4,8	7,4	5,3	0,8	н.д.	н.д.
TiraThai	80	1,0	1,0	0,8	7,8	8,1	6,5	1,3	1,5	1,3
Voltamp Energy SAOC	65	1,1	1,0	0,9	10,1	н.д.	н.д.	1,8	1,4	1,3
Transformers & Rectifiers	75	0,6	0,6	0,5	11,5	10,3	8,4	0,3	0,4	0,8
Среднее		0,7	0,7	0,6	9,4	10,5	8,1	1,1	1,4	1,4

Условные обозначения: п – план, н. д. – отсутствие данных

Источник: Bloomberg по состоянию на 26 января 2015 г.

заказов в портфеле). На январь 2015 г. портфель заказов года заполнен на 75%. Крупнейшие потребители продукции компании: ABB, E-ON, ДТЕК, «Газпром», «Лукойл», Arcelor Mittal, Siemens, General Electric и пр. [5]. Прогнозируемая географическая структура продаж компании на 2015 г. представлена на рис. 1. Ключевое место в этой структуре занимает Российская Федерация – 56% и Средняя Азия – 12%. Украинский рынок потребляет незначительную часть продукции компании.

Для исследования был осуществлен выбор компаний – аналогов мирового рынка производителей трансформаторов, который основывался на сопоставлении их размеров, перспектив роста, рентабельности, ассортимента выпускаемой продукции, партнерских взаимоотношений с поставщиками и потребителями, рисков бизнеса, товарной специализации, клиентской базы, а также географии деятельности. На основании авторского инструментария оценки были отобраны следующие компании мирового рынка производства трансформаторов: Crompton Greaves (Индия), Aichi Electric Co (Япония), Hammond Power Solutions (Канада), TiraThai (Таиланд), Voltamp Energy SAOC (Оман), описание и специализация которых представлены в таблице 1.

Индикативная стоимость компании ПАО «Запорожтрансформатор» рассчитана на основе мультипликаторов торгуемых компаний-аналогов (табл. 2).

Была также осуществлена ее корректировка на объем чистого долга и необходимый оборотный капитал (ОК) для выполнения бизнес плана на 2015 г. Оценка стоимости компаний (бизнеса компаний – EV (Enterprise Value)) рассчитывается с учетом всех источников ее финансирования (включая долговые обязательства и рыночную стоимость простых акций).

Анализ оборотного капитала ПАО «Запорожтрансформатор» показал, что за 2014 г. было выведено около US \$ 72 млн. Для выполнения бизнес-плана на 2015 г., по авторским оценкам, необходимы вливания около US \$ 37 млн. оборотного капитала. Авторская оценка рассчитывалась как среднее значение необходимого оборотного капитала (ОК) из трех показателей (средняя ежегодная величина ОК за 2011–2013 гг. – US \$ 30 млн.; расчетный ОК как % от выручки – US \$ 33млн. (за 2011–2013 гг. ОК составлял 13% от выручки); расчетный ОК по циклам производства – US \$ 49 млн. Для сопоставления с компаниями-аналогами – среднее значение соотношения ОК и выручки составляет в 2011–2013 гг. 31%.

При анализе долгового портфеля ПАО «Запорожтрансформатор» было определено, что компания обладает высокой кредитной нагрузкой. Чистый долг/ЕБИТДА в 2013 г – 2,7х и прогнозируемая сумма в 2015 г. – 4,4х. Общий кредитный портфель компании составляет US \$ 279 млн., 100% которого должно быть погашено в 2015 г. Кроме этого, у компании высокая концентрация банков-кредиторов: ТОП-3 банка предоставили 82% кредитов, доля российских банков-кредиторов в портфеле составляет 71%. Стоимость обслуживания текущего кредитного портфеля ПАО «Запорожтрансформатор» составляет около US \$ 31 млн. в год (приблизительно 11% в год). В связи с отсутствием информации не представляется возможным спрогнозировать долговые обязательства компании и необходимый оборотный капитал на 2015 г., что необходимо учесть при расчетах стоимости компании.

Динамика финансовых показателей компании (выручка от продаж компании, валовая прибыль, ЕБИТДА, чистая прибыль, долги и оборотный капитал) за 2012–2015 гг. представлены в таблице 3. Следует акцентировать внимание на значительном снижении финансовых показателей компании в 2013 г. Согласно прогнозным расчетам, финансовые показатели ПАО «Запорожтрансформатор» будут снижаться и в 2014 г., что подтверждено отчетными данными компании [5]. Тенденцию такого снижения прогнозируется остановить в 2015 г. По авторским оценкам, чистая прибыль компании в 2015 г. достигнет всего 18 US \$ млн., что почти в 10 раз меньше, чем в 2012 г.

Оценка стоимости ПАО «Запорожтрансформатор» с учетом мультипликаторов: EV/Выручка, EV/ЕБИТДА, Price/Book представлена в таблице 4. Выбор мультипликаторов осуществлен на основе международной практики для компаний данной отрасли.

Корректировка стоимости ПАО «Запорожтрансформатор» с учетом чистого долга компании на 31.12.2014 г. и необходимого оборотного капитала представлена в таблице 5.

Выводы. Оценка стоимости международной компании составляет основу при установлении цены размещения при проведении IPO. Рынок может как недооценивать, так и переоценивать компании. Обоснованный выбор компаний – аналогов на рынке, мультипликаторов оценки их стоимости и корректирующих показателей такой оценки позволяет повысить объективность индикативной оценки бизнеса международных компаний. Следует также отметить,

Таблица 3
Динамика ключевых финансовых показателей ПАО «Запорожтрансформатор», 2012–2015 гг., US \$ млн.

Показатели	Фактические данные		Прогнозируемые данные	
	2012	2013	2014	2015
Выручка	643	410	132	261
Валовая прибыль	324	172	33	9
Валовая маржа SG&A	50% (98)	42% (62)	25% (20)	34% (24)
ЕБИТДА	234	101	(11)	63
ЕБИТДА маржа, %	36%	25%	(8%)	24%
Финансовые расходы	(28)	(33)	(33)	(31)
Чистая прибыль	170	49	(52)	18 7%
Маржа, %	26%	12%	(40%)	
Долг	284	289	279	н. д.
Оборотный капитал	86	49	(11)	н. д.

Условные обозначения: н. д. – отсутствие данных

Источник: [5], прогноз – авторские расчеты

Таблиця 4
Индикативная оценка стоимости ПАО
«Запорожтрансформатор»

Мультипликатор	Диапазон	Оценка (US \$ млн.)
EV/Выручка	0,8x-1,0x	14-268
EV/ EBITDA	7,0x-8,0x	677-774
Price/Book	1,5x-2,5x	394-474

Рассчитано автором

Таблиця 5
Оценка стоимости ПАО «Запорожтрансформатор»

Показатели	US \$ млн.
Enterprise Value	380-400
Чистый долг (31.12.2014 г.)	274
Корректировка на необходимый ОК (оборотный капитал)	37
Стоимость акционерного капитала (АК)	68-89

Рассчитано автором

что процедура оценки стоимости компаний включает различные факторы: политические, макроэкономические, рыночные, финансовые и нефинансовые, на

которые сами компании имеют слабое воздействие. Самое большое влияние на определение стоимости компании при размещении ее акций на фондовом рынке оказывают спрос и предложение. Компания должна выбрать удачный момент для проведения IPO или продажи.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса / В.М. Рутгайзер. – М. : 2007. – 448 с.
2. Ларченко А.П. Оценка бизнеса. Подходы и методы / А.П. Ларченко. – СПб. : PRTeam, 2008. – 59 с.
3. Марупов Д.М. Оценка бизнеса организации на этапе выхода на рынок акционерного капитала / Д.М. Марупов // Фундаментальные исследования. – 2013. – № 11–2. – С. 277–281.
4. Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии. Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов / Е. Чиркова. – М. : Альпина Бизнес Букс. – 2011. – 232 с.
5. Сайт компании «Запорожтрансформатор» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : / <http://www.ztr.com.ua/>.
6. Bloomberg по состоянию на 26 января 2015 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : / <http://www.bloomberg.com/>.
7. Теплова Т.В. Инвестиции : [учебник для бакалавров] / Т.В. Теплова. – М. : Издательство Юрайт; ИДЮрайт, 2011. – 724 с.

УДК 339.13.017

Сорочан В.О.
аспірант, асистент кафедри
міжнародної економіки та туризму
Донецького національного університету економіки і торгівлі
імені Михайла Туган-Барановського

АНАЛІЗ СВІТОВОГО РИНКУ ПРОМИСЛОВОГО ТУРИЗМУ

Стаття присвячена аналізу світового ринку промислового туризму. Визначено перелік об'єктів, що формують світовий ринок промислового туризму. Проведені класифікація та порівняльний аналіз об'єктів промислового туризму. Встановлені тенденції розвитку світового ринку промислового туризму.

Ключові слова: ринок, розвиток, туристичні ресурси, промисловий туризм, промислова спадщина.

Сорочан В.О. АНАЛИЗ МИРОВОГО РЫНКА ПРОМЫШЛЕННОГО ТУРИЗМА

Статья посвящена анализу мирового рынка промышленного туризма. Определен перечень объектов, формирующих мировой рынок промышленного туризма. Проведены классификация и сравнительный анализ объектов промышленного туризма. Установлены тенденции развития мирового рынка промышленного туризма.

Ключевые слова: рынок, развитие, туристические ресурсы, промышленный туризм, промышленное наследие.

Sorochan V.O. ANALYSIS OF INDUSTRIAL TOURISM GLOBAL MARKET

This article is dedicated analysis of industrial tourism global market. The list of industrial heritage objects that forms global market of industrial tourism is detected. Classification and comparative analysis of industrial tourism objects are made. Trends in the global market of industrial tourism are planned.

Keywords: market, development, tourism resources, industrial tourism, industrial heritage.

Постановка проблеми. Розвиток різних видів туризму залежить від наявності відповідних ресурсів, без яких неможливе формування туристичного ринку. Так, ринок промислового туризму залежить від кола інтересів відвідувачів і включає відвідування широкого спектру туристичних об'єктів, у тому числі: корпоративних архівів і музеїв, заводів, шахт, банків, страхових компаній, торгових палат та інших центрів економічної діяльності, транспортної інфраструктури, громадських будівель і агропромислових комплексів. Таким чином, розвиток промислового туризму визначається ступенем сформованості його ринку. Однак недостатня вивченість

ринку промислового туризму як одного з спеціалізованих туристичних ринків і наукового напрямку у вітчизняній літературі, популярність і зростаючий до нього інтерес у світі робить тему представленого дослідження актуальною.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. В останні роки зросла як кількість публікацій, присвячених проблематиці ринкових досліджень, так і кількість вчених, які звернулися до цієї теми. Так, питанням визначення сутності «ринку туристичних послуг» присвячені наукові дослідження і публікації багатьох зарубіжних вчених, серед яких слід виділити праці Б. Біржакова [20], Ф. Котлера [23],