

ЗАСТОСУВАННЯ РИНКОВИХ МУЛЬТИПЛІКАТОРІВ ДЛЯ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ЗБИТКОВИХ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

©2021 УШЕРЕНКО С. В., ХАРЧЕНКО Є. Ю.

УДК 336.012.23:[658.155.3:334.78]
JEL: E51; G32; G39; M21

Ушеренко С. В., Харченко Є. Ю. Застосування ринкових мультиплікаторів для оцінки вартості збиткових корпоративних підприємств

Актуальною проблемою та затребуваним завданням є оцінка вартості бізнесу підприємства та вартісно-орієнтоване управління цим бізнесом (Value based management), що набуває особливої важливості для діагностики фінансового стану збиткових підприємств, зокрема підприємств-боржників, на стадії їх фінансової санації та відновлення платоспроможності. Проаналізовано релевантність застосування для збиткових корпоративних підприємств поширеної методики оцінки вартості бізнесу за допомогою системи ринкових мультиплікаторів, яка класифікована за групами, серед яких: 1) дохідні мультиплікатори: «ціна акції/прибуток на одну акцію» (P/E), «ціна/виручка» (price/sales – P/S), «вартість бізнесу/виручка» (EV/S), «вартість бізнесу/прибуток від операційної діяльності» (EV/Sales margin, оцінює підприємство по прибутковості його основної діяльності) та EV/EBITDA (оцінка всього прибутку підприємства за усіма видами діяльності); 2) балансові мультиплікатори: «вартість бізнесу/балансова вартість активів» (EV/BV), «ціна акцій/балансова вартість акціонерного капіталу» або «ціна акцій/балансова вартість чистих активів» (P/BV або P/BVE), «вартість бізнесу/вартість будівель, машин і обладнання на балансі», або «вартість бізнесу/вартість необоротних активів» (Enterprise value/Property, Plant and Equipment – EV/PP&E); «ціна акцій/вартість заміщення чистих активів» (мультиплікатор Q, або Q Тобіна), «ціна акцій/вартість чистих активів» (Price/Net asset value, або P/NAV); 3) натуральні мультиплікатори: ціна/обсяг продукції, ціна/виробуток тощо. Встановлено, що кожна група фінансових мультиплікаторів має свої переваги та недоліки релевантності щодо інформативності, і це обов'язково потрібно враховувати при виборі мультиплікаторів оцінки вартості. Коректність вибору мультиплікаторів залежить від завдання оцінки вартості акціонерного капіталу чи вартості бізнесу підприємства загалом. Аргументовано, що оцінка будь-якого підприємства чи групи підприємств є окремим специфічним випадком, що вимагає врахування ключових особливостей діяльності підприємства. Саме врахування таких особливостей, правильний вибір мультиплікатора та його модифікація є запорукою отримання релевантної оцінки вартості підприємства. Рекомендовано застосування для релевантної оцінки підприємства системи декількох мультиплікаторів, а також декілька підходів до оцінки. У випадку оцінки вартості підприємства, що перебуває в процесі банкрутства або систематично отримує збитки, найбільш коректним є використання мультиплікаторів EV/S та EV/BV. Для апробації проведеного теоретико-методологічного аналізу використання ринкових мультиплікаторів для оцінки збиткових підприємств наведено їх застосування для оцінки вартості п'яти збиткових українських шахт, що стало верифікацією розроблених у роботі рекомендацій.

Ключові слова: балансові фінансові показники, дохідні фінансові показники, натуральні фінансові показники, оцінка вартості підприємства, ринкові мультиплікатори, вартість бізнесу.

Табл.: 3. **Бібл.:** 10.

Ушеренко Світлана Василівна – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

E-mail: usherenko_svitlana@kneu.edu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0694-3862>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1885099/svitlana-usherenko/>

Scopus Author ID: <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorId=56606978900>

Харченко Євгеній Юрійович – аспірант кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

E-mail: kharchenko_yevhenii@kneu.edu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4289-2919>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1885481/yevhenii-kharchenko/>

UDC 336.012.23:[658.155.3:334.78]
JEL: E51; G32; G39; M21

Usherenko S. V., Kharchenko Ye. Yu. Applying the Market Multipliers to Value the Unprofitable Corporate Enterprises

A topical problem and a sought-after task is the assessment of value of the enterprise's business and a value-oriented management of this business, which is of particular importance for diagnosing the financial condition of unprofitable enterprises, in particular debtor enterprises, at the stage of their financial sanitation and restoration of solvency. The relevance of application for unprofitable corporate enterprises of a common methodology for assessing the value of business with the help of a system of market multipliers is analyzed, which is then classified into groups, including the following: 1) earnings multipliers: «share price/earnings per share» (P/E), «price/sales – P/S», «value of business/sales» (EV/S), «value of business/profit from operating activities» (EV/Sales margin, evaluates the enterprise according to the profitability of its core operations), and EV/EBITDA (estimation of the company's total profit by all types of activities); 2) balance financial indicators: «value of business/balance value of assets» (EV/BV), «shares price/balance value of share capital» or «share price/balance value of net assets» (P/BV or P/BVE), «value of business/cost of buildings, machines and equipment on the balance sheet», or «value of business/value of non-current assets» (enterprise value/property, plant and equipment – EV/PP&E); «share price/net asset substitution value» (multiplier Q, or Tobin's Q), «share price/net asset value», or P/NAV); 3) natural multipliers: price/volume of production, price/winning, etc. It is determined that each group of financial multipliers has advantages and disadvantages of its relevance to informativeness, and this must be taken into account when choosing multipliers for value assessment. The correctness of the choice of multipliers depends on the task of assessing the value of the share capital or the value of the business of enterprise in general. It is argued that the assessment of any enterprise or group of enterprises is a separate specific case that requires taking into account the key features of the enterprise activi-

ties. Taking into account such features, the correct choice of the multiplier and its modification is the key to obtaining a relevant assessment of the value of the enterprise. It is recommended to use a system from several multipliers for a relevant valuation of the enterprise, as well as apply several approaches to such a valuation. In case of valuation of the enterprise that is in the process of bankruptcy or systematically receives losses, the use of EV/S and EV/BV multipliers appears the most correct. To test the carried out theoretical-methodological analysis of the application of the market multipliers to value unprofitable enterprises, their application to value five unprofitable Ukrainian mines is presented, which serves as a verification of the recommendations developed in the work. **Keywords:** balance financial indicators, earnings financial indicators, natural financial indicators, valuation of enterprise, market multipliers, value of business. **Tabl.:** 3. **Bibl.:** 10.

Usherenko Svitlana V. – PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Corporate Finance and Controlling, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

E-mail: usherenko_svitlana@kneu.edu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0694-3862>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1885099/svitlana-usherenko/>

Scopus Author ID: <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorid=56606978900>

Kharchenko Yevhynii Yu. – Postgraduate Student of the Department of Corporate Finance and Controlling, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

E-mail: kharchenko_yevhenii@kneu.edu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4289-2919>

Researcher ID: <https://publons.com/researcher/1885481/yevhenii-kharchenko/>

Актуальною проблемою на часі є релевантна оцінка вартості підприємства, що пов'язано із інтересами інвесторів, розробкою бізнес-планів розвитку підприємства, реалізацією процесів злиття та поглинання підприємств тощо. Водночас за критерієм вартості бізнесу здійснюється менеджмент підприємством (*Value based management*), що є поширеною зараз методологією управління корпоративними фінансами підприємств [1; 2]. Особливої важливості ця проблема набуває для діагностики фінансового стану збиткових підприємств, зокрема для підприємств-боржників на окремих стадіях провадження у справі про банкрутство – для забезпечення прозорості діяльності арбітражних керуючих, забезпечення процедури прозорості оскарження правочинів боржника, фінансової санації та відновлення платоспроможності боржника.

Для кількісного виміру цієї проблеми наведемо деякі дані. Так, станом на 01.01.2021 р. у процедурі банкрутства перебуває 3 341 суб'єкт підприємницької діяльності, у тому числі 212 державних підприємств і підприємств, у статутному капіталі яких частка державної власності перевищує 50%, і 168 проваджень щодо фізичних осіб. Із зазначеної кількості суб'єктів підприємницької діяльності в стадії розпорядження майном перебуває 515 суб'єктів, щодо 133 суб'єктів введено процедуру санації (відновлення платоспроможності) боржника, а 2 361 – визнано банкрутами, і щодо цих боржників відкрито ліквідаційну процедуру; у стадії реструктуризації боргів перебуває 140 боржників, у стадії погашення боргів – 61 боржник, стосовно 131 суб'єкта відкрито провадження з інших підстав [3].

Згідно з інформацією, наданою арбітражними керуючими за формами, затвердженими наказом Міністерства юстиції України від 18.01.2013 р. № 130/5 «Про порядок подання арбітражними керуючими (розпорядниками майна, керуючими санацією,

ліквідаторами) обов'язкових відомостей (інформації)», зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 21.01.2013 р. за № 148/22680, станом на 01.01.2021 р. загальна сума вимог кредиторів боржників, які перебувають у процедурі банкрутства, у тому числі державних підприємств і підприємств, у статутному капіталі яких частка державної власності перевищує 50%, становила 670,63 млрд грн, 31,82 млн дол. США та 2,34 млн євро [3].

Серед методів оцінки вартості бізнесу знайшла поширення методика оцінки вартості бізнесу за допомогою ринкових мультиплікаторів, яка є досить універсальним методом, проте має свої обмеження для збиткових підприємств і/або підприємств, що знаходяться на грані банкрутства. Так, наприклад, неможливо використовувати мультиплікатор P/E (ціна акції/прибуток на одну акцію), тому що він набуває від'ємного значення та втрачає економічний зміст.

У низці наукових і методичних публікаціях розглядається проблема оцінювання вартості підприємств [2; 4–6]. Водночас розкриті в цих публікаціях методи використання ринкових мультиплікаторів для оцінки вартості бізнесу збиткових підприємств потребують порівняльного аналізу обмежень їх застосування відносно релевантності інформативності, а також необхідно показати практику їх застосування.

Метою статті визначено здійснення порівняльного аналізу релевантності використання ринкових мультиплікаторів для оцінювання вартості збиткових підприємств разом з їх верифікацією в практиці застосування.

Ринкові мультиплікатори, що використовуються саме при оцінці підприємств, які отримують збитки, такі.

Оцінюючи вартість підприємства, на практиці часто застосовують мультиплікатор «ціна/виручка» (P/S), пояснюючи це простотою в його розрахунках. Втім, за теорією фінансів, правильно розрахованим

вважають мультиплікатор «вартість бізнесу/виручка» (EV/S). Це можна пояснити тим, що виторг, або виручка, або чистий дохід компанії традиційно є джерелом надходжень і акціонерів, і кредиторів, не забуваючи, звісно ж, і про те, що виторг – вихідне начало податків.

Підстави для оцінки вартості через застосування мультиплікаторів P/S і EV/S можна пояснити такими перевагами їх застосування.

1. Мультиплікатори P/S і EV/S можна розраховувати практично для всіх підприємств, у тому числі збиткових. Саме негативні фінансові результати доволі часто стають причиною неможливості використання мультиплікаторів, що розраховуються на основі даних про чистий прибуток. Відповідно, для підприємств у процесі банкрутства чи збиткових підприємств мультиплікатор P/E (ціна/чистий прибуток на одну акцію) не можна використовувати, тому що він набуває від'ємного значення та втрачає економічний сенс. Виручка ж не може бути негативною, тому мультиплікатор P/S практично завжди можна розрахувати.

2. Рівень нестабільності, або волатильності, виручки нижчий від рівня чистого прибутку, і на неї чинять менше впливу непередбачувані фактори. Звідси робимо висновок, що P/S і EV/S практично не залежать від нетипових ситуацій, які можуть трапитися.

3. Коли фінансовий показник наближається до чистого прибутку або, навпаки, віддаляється від виручки, у такому випадку більший вплив на нього справляє певна специфіка бухгалтерського обліку. У такому контексті виручка виявиться єдиним показником, який дозволяє зіставити підприємства, що розташовані територіально в різних країнах і застосовують різні норми бухгалтерського обліку.

4. Найбільш відкритою з позицій інформативності є саме виручка як важливий фінансовий показник в оцінці вартості підприємства. Це можна проілюструвати досить поширеним на практиці прикладом, коли необхідно оцінити дочірню компанію або напрям бізнесу певного публічного підприємства. Як свідчить практика, складно відшукати в річному звіті материнської компанії хоч якусь більш-менш відкриту інформацію про чистий прибуток дочірніх компаній. Втім, відомості про виручку цілком імовірно можна знайти. Типовим такий перебіг пошуку інформації є й для непублічних угод злиття/поглинання. Знову ж численні приклади свідчать, що сторони угоди охоче розкривають виручку компанії, яку поглинули, ніж її прибуток. До того ж, у разі браку достовірної інформації про фінансовий стан компанії чистий дохід легко підпадає під непряму оцінку.

Мультиплікатори P/S і EV/S мають як переваги, так і низку недоліків. Вартість активу будь-якої компанії обумовлена прибутком, точніше, грошовим потоком, який надходить інвестору, а чистий дохід являє собою тільки один із факторів впливу на гро-

шовий потік. Справедлива вартість підприємств із подібними чистими доходами може виявити різний рівень рентабельності та вказувати на різні чисті грошові потоки.

Проаналізуємо мультиплікатор «ціна/прибуток від операційної діяльності» (P/Sales margin), а також мультиплікатор «EV/Sales margin» і, відповідно, мультиплікатор EV/EBITDA [6].

Мультиплікатор «ціна/прибуток від операційної діяльності» оцінює підприємство за показниками прибутковості основної діяльності, тоді як EV/EBITDA – за прибутком загалом, який лишається в компанії після сплати процентів, податків, здійснюючи при цьому капіталовкладення.

Мультиплікатор «вартість бізнесу/прибуток від операційної діяльності» використовується нечасто, переслідуючи при цьому певну ціль – виокремити прибутковість основного бізнесу компанії. І тому від надходжень з одноразового продажу основних засобів не залежить рівень прибутковості основної діяльності компанії.

EV/EBITDA, як вкрай важливий і спеціально сконструйований показник, різниться здебільшого від чистого прибутку на суму випланих відсотків, розміру податків і рівня амортизації. Таким чином, він теж не впливає на здатність компанії обслуговувати свій борг. EV/EBITDA – один із найбільш інформативних індикаторів здатності компанії платити по кредитах і облігаціях, а мультиплікатор EV/EBITDA широко застосовується не тільки для класичних розрахунків, але і в специфічних ситуаціях, пов'язаних із залученням боргового фінансування.

Воцінці підприємств з неефективними капіталовкладеннями доцільно застосовувати мультиплікатор EV/EBITDA. Це можна пояснити властивістю показника надавати певне уявлення про залишок коштів у компанії, у разі якщо зменшити капіталовкладення та кредити, що дозволить, своєю чергою, скоротити процентні виплати. Завдяки використанню EBITDA можна зіставляти компанії, у яких є заборгованості. Саме цей показник має властивість нівелювати відмінності в рівні прибутковості, спричинені зобов'язаннями за процентами.

Також мультиплікатор EV/EBITDA часто використовується для підприємств, що отримуються збитки та/або перебувають в складному фінансовому становищі. Звичайно, за виключенням ситуацій, коли EBITDA набуває негативного значення.

Наступною групою мультиплікаторів, що потребує особливої уваги, є так звані балансові мультиплікатори, а саме:

- ✦ «вартість бізнесу/балансова вартість активів» (*Enterprise value/Book value of assets* – EV/BV, або EV/BVA);
- ✦ «ціна акцій/балансова вартість акціонерного капіталу» або «ціна акцій/балансова вартість

чистих активів» (*Price/Book value of equity – P/BV або P/BVE*);

- ✦ «вартість бізнесу/вартість будівель, машин і обладнання на балансі» або «вартість бізнесу/вартість необоротних активів» (*Enterprise value/Property, Plant and Equipment – EV/PP&E*);
- ✦ «ціна акцій/вартість заміщення чистих активів» (мультиплікатор *Q*, або *Q* Тобіна). Якщо в трьох попередніх показниках знаменник визначають на основі балансових значень, то для мультиплікатора *Q* Тобіна знаменник розраховується за ринковими цінами;
- ✦ «ціна акцій/вартість чистих активів (*Price/Net asset value – P/NAV*) [2, с. 247].

У мультиплікаторах *EV/BV* і *P/BV* під балансовою вартістю *BV* у знаменнику цих коефіцієнтів різне значення. Перший показник *EV* зіставляється з балансовою вартістю активів, у другому показнику – ціну акцій (*P*) ділимо на балансову вартість акціонерного капіталу.

Розраховуючи будь-який з мультиплікаторів, слід дотримуватися принципу відповідності чисельника знаменнику. Це означає, що якщо в чисельнику вказана вартість акцій, тоді у знаменнику, наприклад, може вказуватися чистий прибуток (він належить винятково акціонерам). Слід відзначити, що *EBITDA* тут стояти не може, тому що з неї задовольняють вимоги акціонерів, кредиторів та ін. Іншими словами, якщо чисельник – це ціна акції (*P*), тоді знаменник – ті активи, право вимоги на які належать виключно акціонерам. Або ще один випадок: чисельник – вартість бізнесу (*EV*), знаменник – усі активи компанії. Саме тому застосовують не лише аббревіатури *EV/BVA*, *P/BVE*, але й також *EV/BV* і *P/BV*. Літери *A* і *E* у знаменнику дозволено опустити, оскільки відомо, що в першому випадку йдеться про сукупні чисті активи підприємства, а у другому – про чисті активи підприємства [3].

Розраховуючи показники *EV/BV*, варто зауважити, що балансова вартість нетотожна валюті балансу. Ми обчислювали ринкову вартість акцій і чистий довгостроковий борг, який визначали як довгостроковий борг за вирахуванням грошових коштів на балансі. Слід підкреслити, що чисельник не містить даних про обсяг грошових коштів на балансі, тому їх не слід ураховувати й у знаменнику.

Окремо необхідно зупинитися на мультиплікаторі *P/NAV*. Він використовується для оцінки девелоперських компаній. При цьому в чисельнику, зрозуміло, ціна акцій, а в знаменнику – чиста вартість активів, що припадають на одну акцію, визначена шляхом дисконтування. Для її розрахунку використовується прогнозна кінцева вартість об'єктів, які будують девелопери. Можна припустити, наприклад, що об'єкт буде проданий після закінчення будівництва або ж буде здано в оренду, і капіталізувати орендні платежі.

Потім все робиться, як у стандартній *DCF*-моделі, – негативні грошові потоки в перші роки (фінансування будівництва) і позитивний грошовий потік від продажу об'єкта дисконтування до сьогоднішнього дня – та підсумовується. У підсумку отримуємо *NAV* – чисту вартість активів.

До переваг мультиплікаторів на основі балансової вартості активів можна віднести їх стабільність і меншу залежність від поточних змін економічної кон'юнктури порівняно з чистим прибутком чи навіть чистим доходом; а також відносну простоту знаходження необхідної інформації для розрахунку значення мультиплікаторів.

Недоліки використання мультиплікаторів, які базуються на балансових показниках, пов'язані з такими факторами.

По-перше, мультиплікатори *P/BV* можуть бути не точними чи навіть маніпулятивними – тому, що сама балансова вартість, як і прибуток, є бухгалтерської величиною, яка великої мірою залежить від застосовуваних стандартів обліку. Важливо розуміти, що мова йде про порівняння підприємств в Україні з підприємствами, що функціонують у різних державах. Важко порівнювати балансову вартість підприємств, які застосовують різні методи бухгалтерського обліку. Основними джерелами розходжень можуть бути методи амортизації; облік витрат на *НДДКР* (списання на собівартість або капіталізація); облік основних засобів (таких, як земельні ділянки) за історичною ціною придбання; облік нематеріальних активів (наприклад, капіталізація або списання на собівартість інвестицій у бренд компанії); облік активів, отриманих у ході злиття та поглинань [5].

По-друге, на балансі не значиться так званий людський капітал (тут – вартість компетентностей як знань і умінь співробітників компанії), а для багатьох компаній, зокрема сервісних, це більш важливий фактор, ніж матеріальні активи. Звідси випливають обмеження в застосуванні балансових показників, особливо при оцінці компаній, важливим активом яких є людський капітал.

По-третє, до недоліків показника *P/BVE* можна віднести його обмежену придатність у тих випадках, коли балансова вартість чистих активів (*BVE*) набуває негативного значення. Однак показник *P/BVE* набагато рідше буває негативним, ніж *P/E*.

Зазвичай балансові показники застосовуються для компаній, у яких матеріальні активи є основними. До об'єктів, оцінюваних передусім за активами, традиційно належать фінансові інститути (банки, страхові й інвестиційні компанії), у яких активи складаються в основному з ліквідних цінних паперів. Водночас для фінансових інститутів оцінка на основі *EBITDA* практично непридатна. На основі активів також часто оцінюють дистриб'юторські компанії, оскільки їх вартість великою мірою визначається

вартістю їх запасів. Нарешті, балансові мультиплікатори використовуються для оцінки тих підприємств, які знаходяться в процесі банкрутства чи ліквідації, генерують достатньо невеликий грошовий потік або взагалі його не генерують, їх вартість за грошовими потоками нижче, ніж вартість активів, або зовсім є величиною від'ємною.

Окремою групою мультиплікаторів для оцінювання підприємств є натуральні мультиплікатори, що використовуються при оцінці підприємств специфічних галузей або в окремих випадках, коли це є доцільним і можливим. За змістом вони найближчі до показників P/S і P/BV, оскільки для конструювання натуральних показників вибираються ті фактори, які є визначальними для виручки або розміру активів.

Пояснимо, що мається на увазі, на конкретному прикладі оцінювання компанії, що займається тільки видобутком нафти. Тоді її виручка дорівнює кількості видобутої нафти в тоннах, помноженої на ціну однієї тонни нафти. Оскільки нафта є біржовим товаром, логічним буде припустити, що всі компанії продають нафту за приблизно однаковими цінами. Отже, оцінка підприємства за мультиплікатором P/S лише незначно точніша оцінки за показником «P/видобуток в тоннах». Така логіка походження та використання натуральних мультиплікаторів.

Зрозуміло, що застосування відповідного натурального мультиплікатора можливе не для кожного виду бізнесу, адже для того, щоб мультиплікатор був інформативно релевантним, підприємство, що оцінюється, та його аналог бізнесу повинні бути зіставними в будь-яких єдиних натуральних одиницях виміру. Таку шкалу найлегше знайти, коли підприємства є монопродуктовими та виробляють однорідний продукт [6].

Приведення різномірної продукції до єдиних натуральних одиниць вимірювання таїть в собі небезпеку отримати велику похибку через різницю цін на різні види продукції. Проблема виникає і в тому випадку, якщо компанія-аналог і компанія, що оцінюється, мають різну структуру продукції, наприклад одна з них виробляє продукти з більшою доданою вартістю, ніж інша.

На практиці подібні обмеження створюють дуже багато проблем. З одного боку, точність оцінки вимагає вибору найближчих аналогів, а з іншого – аналогів не повинно бути занадто мало, тому що в іншому випадку з чисто статистичної точки зору наша оцінка буде недостовірною.

Розглянувши методологічні аспекти й особливості використання ринкових мультиплікаторів, здійснимо розгляд конкретного прикладу оцінки вартості підприємств, що отримують збитки, та звернемо увагу на деталі, які потрібно враховувати при оцінці.

Для прикладу застосування ринкових мультиплікаторів наведемо оцінку вартості п'яти українських

шахт, що протягом останніх п'яти років систематично отримують збитки, а саме: ДП «ВК Краснолиманська», ДП «Волиньвугілля», ДП «Львіввугілля», ДП «Селидіввугілля» та ДП «Первомайськвугілля». Усі ці підприємства перебувають у державній власності та згодом можуть бути приватизовані, тому оцінка їх справедливої вартості є актуальним питанням [7].

Першим кроком є підбір підприємств-аналогів, тобто в нашому випадку – вугільних шахт, що знаходяться в інших країнах з однаковим або подібним рівнем ризиків (використаємо дані А. Дамодарана про ризики країн [8]). Таким чином, можна сформулювати вибірку із 31 публічного підприємства, акції яких котируються на світових біржах, що вважаються ефективними. Інформацію про частину підприємств та значення їх мультиплікаторів наведено в табл. 1 [9].

Таблиця 1

Публічні підприємства-аналогі з подібними темпами зростання та ризиками

№ з/п	Підприємство	Мультиплікатор EV/S	Мультиплікатор EV/BV
1	Anglo American	1,70	0,94
2	South32	1,47	0,65
3	Exxaro	2,48	0,89
4	Peabody energy	0,33	0,14
5	Arch coal	0,48	0,38
6	Alliance resource	1,02	0,52
7	Nacco Industries	0,77	0,22

31	Teck resources	2,02	0,44
-	Мінімальне значення	0,33	0,14
-	Середнє значення	1,63	0,86
-	Медіанне значення	1,47	0,71
-	Максимальне значення	4,00	2,83

Джерело: розраховано авторами за даними [7; 9].

Під час розрахунків використовується медіанне значення мультиплікатора як найбільш коректне. Це пов'язано з тим, що на середнє значення впливають екстремальні значення та розмах вибірки, що зміщує значення середньої.

Наступним кроком є розрахунок справедливої вартості підприємства за допомогою мультиплікатора EV/BV, а саме: знаходження добутку мультиплікатора та активів підприємства [10]. У результаті отримуємо такі значення вартості бізнесу:

- ✦ ДП «ВК Краснолиманська»: $4 \cdot 401,94 \cdot 0,71 = 3121,91$ млн грн;
- ✦ ДП «Волиньвугілля»: $93,35 \cdot 0,71 = 66,20$ млн грн;

- ✦ ДП «Львіввугілля»: $1\,664,62 \cdot 0,71 = 1180,57$ млн грн;
- ✦ ДП «Селидіввугілля»: $1\,754,27 \cdot 0,71 = 1244,15$ млн грн;
- ✦ ДП «Первомайськвугілля»: $807,68 \cdot 0,71 = 572,81$ млн грн.

Необхідно зазначити, що отримані значення варто порівнювати із розрахунками, отриманими з використанням інших ринкових мультиплікаторів. Разом із тим, на практиці значення вартості бізнесу, отриманого за допомогою мультиплікатора EV/BV, є максимально можливим, якщо оцінюються збиткові підприємства.

Це пов'язано з тим, що переоцінка активів відбувається рідко та реальна вартість активів переважно є на порядок нижчою. Саме тому у випадку продажу бізнесу отримані значення є найбільшими, які готові заплатити потенційні покупці відповідного підприємства.

Більш поширеною є практика використання мультиплікатора EV/S з метою визначення справедливої вартості саме збиткових підприємств або таких, що перебувають у процесі банкрутства.

Мультиплікатори EV/S підприємств-аналогів містяться в табл. 1, проте також можна використовувати мультиплікатори, що знаходяться за методом угод, тобто за реальними угодами купівлі-продажу бізнесу.

За період 2011–2021 рр. було офіційно опубліковано інформацію щодо продажу 115 вугільних шахт у світі. Мультиплікатори, знайдені за даними реальних угод, вважають більш достовірними, тому що їх значення підтверджені укладанням угод і перерахуванням значним сум грошових коштів. На основі даних 115 угод було розраховано мультиплікатори EV/S (табл. 2) [7].

Таблиця 2

Мультиплікатори EV/S вугільних шахт

Значення мультиплікатора	Підприємства-аналоги	Метод угод
Мінімальне значення	0,327	0,220
Середнє значення	1,630	1,830
Медіанне значення	1,469	1,470
Максимальне значення	4,002	5,790

Джерело: розраховано авторами за даними [7].

Найбільш коректним є використання саме медіанного значення, що було обґрунтовано раніше, адже воно є практично ідентичним як для підприємств-аналогів, так і для розрахунку на основі реальних угод. З одного боку, це ще раз підтверджує правильність вибору та розрахунку мультиплікатора, а з іншого боку – той факт, що більшість угод для вугільних шахт здійснюються саме на основі мультиплікатора EV/S.

Таким чином, найбільш коректну оцінку вартості збиткових вугільних шахт отримуємо за допомогою мультиплікатора EV/S (табл. 3).

Таблиця 3

Розрахунок справедливої вартості за допомогою мультиплікатора EV/S

Підприємство	Чистий дохід від реалізації, млн грн	Медіанне значення мультиплікатора	Справедлива вартість підприємства, млн грн
ДП «ВК Краснолиманська»	638,9	1,47	939,2
ДП «Волиньвугілля»	24,4	1,47	35,9
ДП «Львіввугілля»	1956,9	1,47	2876,7
ДП «Селидіввугілля»	151,5	1,47	222,7
ДП «Первомайськвугілля»	232,4	1,47	341,7

Джерело: розраховано авторами за даними [8; 9].

ВИСНОВКИ

За результатами дослідження можна зробити ряд висновків.

По-перше, здійснити релевантну оцінку вартості підприємств, що отримують збитки, можна за допомогою застосування таких мультиплікаторів:

- ✦ дохідних мультиплікаторів («ціна/виручка» (price/sales – P/S); «вартість бізнесу/виручка» (EV/S); «вартість бізнесу/прибуток від операційної діяльності» (EV/Sales margin); EV/EBITDA);
- ✦ балансових мультиплікаторів («вартість бізнесу/балансова вартість активів» (EV/BV); «ціна акцій/балансова вартість акціонерного капіталу» або «ціна акцій/балансова вартість чистих активів» (P/BV або P/BVE); «вартість бізнесу/вартість будівель, машин і обладнання на балансі» або «вартість бізнесу/вартість необоротних активів» (Enterprise value/Property, Plant and Equipment – EV/PP&E); «ціна акцій/вартість заміщення чистих активів» (мультиплікатор Q, або Q Тобіна); «ціна акцій/вартість чистих активів (Price/Net asset value, або P/NAV);
- ✦ натуральних мультиплікаторів (наприклад, «ціна/видобуток у тоннах».

По-друге, кожна група мультиплікаторів має свої переваги та недоліки відносно інформативності релевантності їх використання, що обов'язково потрібно враховувати при виборі мультиплікаторів, а також відрізняти оцінювання вартості акціонерного капіталу від вартості бізнесу загалом, адже що від

цього напрямку залежить коректність вибору мультиплікатора.

По-третє, оцінка будь-якого підприємства чи групи підприємств є окремим специфічним випадком, що вимагає врахування ключових особливостей діяльності підприємства. Саме врахування таких особливостей, правильний вибір мультиплікатора та його модифікація, за необхідності, є запорукою отримання релевантної оцінки вартості підприємства.

По-четверте, необхідно використовувати систему з декількох мультиплікаторів при оцінці, а також декількох підходів до оцінки. У випадку оцінки вартості підприємства, що перебуває в процесі банкрутства або систематично отримує збитки, найбільш коректним є використання мультиплікаторів EV/S та EV/BV. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Терещенко О. О., Бабяк Н. Д. Фінансовий контролінг. Київ : КНЕУ, 2013. 406 с.
2. Чирокова Е. Как оценить бизнес по аналогии: пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов. 4-е изд., испр. и доп. М. : Альпина Паблишер, 2017. 284 с.
3. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
4. Gilson S. C., Hotchkiss E. S., Ruback R. S. Valuation of bankrupt firms. *Review of Financial Studies*. 2020. Vol. 13. No. 1. P. 43–74. URL: https://www.analysisgroup.com/globalassets/content/insights/publishing/valuing_distressed_firms.pdf
5. Goedhart M., Koller T., Wessels D. The right role for multiples in valuation. McKinsey on Finance, 2015. URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-right-role-for-multiples-in-valuation>
6. Herrmann V., Richter F. Pricing with Performance-Controlled Multiples. *Schmalenbach Business Review*. 2003. Vol. 55. P. 194–219. DOI: <https://doi.org/10.1007/BF03396674>
7. Bloomberg Terminal. URL: <https://www.bloomberg.com/>
8. Сайт по оцінці вартості бізнесу А. Дамодарана. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/>
9. Сайт біржової інформації американського фондового ринку: finviz. URL: <https://finviz.com/>
10. Офіційний сайт Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України. URL: <https://smida.gov.ua>

REFERENCES

- Bloomberg Terminal. <https://www.bloomberg.com/>
- Chirokova, Ye. *Kak otsenit biznes po analogii: posobiye po ispolzovaniyu sravnitelnykh rynochnykh koeffitsientov* [How to Evaluate a Business by Analogy: A Guide to Using Comparative Market Ratios]. Moscow: Alpina Publisher, 2017.
- Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S., and Ruback, R. S. "Valuation of bankrupt firms". *Review of Financial Studies*, vol. 13, no. 1 (2020): 43–74. https://www.analysisgroup.com/globalassets/content/insights/publishing/valuing_distressed_firms.pdf
- Goedhart, M., Koller, T., and Wessels, D. "The right role for multiples in valuation". McKinsey on Finance, 2015. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-right-role-for-multiples-in-valuation>
- Herrmann, V., and Richter, F. "Pricing with Performance-Controlled Multiples". *Schmalenbach Business Review*, vol. 55 (2003): 194–219. DOI: <https://doi.org/10.1007/BF03396674>
- Ofitsiyni sait Ahentstva z rozvytku infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy. <https://smida.gov.ua>
- Ofitsiyni sait Derzhavnoi sluzhby statystyky Ukrainy. <http://www.ukrstat.gov.ua/>
- Sait birzhovoi informatsii amerykanskooho fondovoho rynku: finviz. <https://finviz.com/>
- Sait po otsintsi vartosti biznesu A. Damodarana. <http://pages.stern.nyu.edu/>
- Tereshchenko, O. O., and Babiak, N. D. *Finansovyi kontrolinh* [Financial Controlling]. Kyiv: KNEU, 2013.