

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

## **Кваліфікаційна робота**

освітній ступінь - бакалавр

на тему: **«ІНВЕСТИЦІЙНЕ ОЦІНЮВАННЯ КОМПАНІЇ В СУЧАСНИХ  
УМОВАХ»**

Виконав: студент 4-го року навчання,  
Спеціальності  
072 Фінанси, банківська справа та  
страхування

Онищенко Богдан Русланович

Керівник: Слав'юк Н.Р.  
кандидат економічних наук, доцент

Рецензент \_\_\_\_\_  
(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена  
з оцінкою «\_\_\_\_\_»

Секретар ЕК \_\_\_\_\_ Донкоглова Н.А.

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2022 р.

Київ 2022

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b> .....	<b>3</b>
<b>РОЗДІЛ 1. Теоретичні основи інвестиційної оцінки активів</b> .....	<b>5</b>
1.1. Основні поняття та методи оцінки активів .....	5
1.2. Фінансова звітність як інструмент аналізу активів .....	11
1.3. Оцінка ризиків в системі прийняття інвестиційних рішень .....	16
<b>Висновки до розділу 1</b> .....	<b>21</b>
<b>РОЗДІЛ 2. Оцінка сільськогосподарської галузі (зокрема ринку птиці) на прикладі МХП</b> .....	<b>22</b>
2.1. Загальний огляд ринку птиці .....	22
2.2. Інвестиційний та фінансовий аналіз української компанії МХП .....	28
<b>Висновки до розділу 2</b> .....	<b>47</b>
<b>РОЗДІЛ 3. Інвестиційна оцінка компанії та ринку</b> .....	<b>49</b>
3.1. Порівняльна модель оцінки компанії .....	49
3.2. Аналіз факторів, що впливають на мультиплікатор EV/дохід компанії із сільськогосподарського сектору за допомогою багатфакторної регресії .....	52
3.3. Напрями вдосконалення інвестиційної привабливості компанії .....	58
<b>Висновки до розділу 3</b> .....	<b>61</b>
<b>ВИСНОВКИ</b> .....	<b>63</b>
Список використаних джерел .....	65
Додаток А .....	69
Додаток Б .....	71
Додаток В .....	72

## ВСТУП

*Актуальність теми дослідження.* Інструменти та методи інвестиційної оцінки є важливими під час прийняття інвестиційного рішення, оскільки від них залежить ефективність рішення. Правильно прийняте інвестиційне рішення покращить як добробут інвестора, так і надасть необхідні ресурси для розвитку та функціонування отримувача коштів, оскільки саме фінансові ринки сприяють ефективному використанню фінансових ресурсів, що є запорукою стійкого розвитку світового добробуту. Висновки, отримані внаслідок аналізу діяльності української компанії МХП здатні покращити бізнес-процеси МХП, внаслідок чого покращиться і добробут в країні, оскільки ця компанія відіграє важливу роль для економіки України, а саме для сільськогосподарської та харчової галузі. Покращення інвестиційної привабливості МХП збільшить увагу як вітчизняних, так і іноземних інвесторів, що позитивно вплине на компанію та Україну.

*Мета і завдання дослідження.* Метою кваліфікаційної роботи є інвестиційний аналіз сільськогосподарського ринку, зокрема на прикладі української компанії МХП, а також виявлення факторів, що впливають на мультиплікатор EV/дохід компаній із сільськогосподарського сектору.

Для досягнення цієї мети в кваліфікаційній роботі сформульовано такі завдання:

- Розглянути теоретичні засади інвестиційного аналізу, зокрема розглянути фінансову звітність як інструмент аналізу активів;
- Оцінити роль ризиків в системі прийняття інвестиційних рішень;
- Проаналізувати сільськогосподарську галузь, зокрема ринок птиці;
- Розглянути бізнес-модель, товарну спеціалізацію, здійснити SWOT-аналіз МХП та проаналізувати ESG-діяльність МХП;
- Проаналізувати фінансовий стан МХП;
- оцінити ризики МХП та проаналізувати вплив війни в Україні на МХП;

- Застосувати порівняльну модель для оцінки МХП;
- Дослідити фактори, що впливають на мультиплікатор EV/дохід компанії із сільськогосподарського сектору за допомогою багатофакторної регресії;
- Спрогнозувати перспективи розвитку МХП та розробити напрями вдосконалення інвестиційної привабливості компанії.

*Об'єктом* курсової роботи є сільськогосподарський ринок на прикладі МХП.

*Предметом* дослідження є вплив внутрішніх та зовнішніх чинників на сільськогосподарський ринок, зокрема на ринок птиці та на компанію МХП.

В першому розділі наведені теоретичні основи інвестиційної оцінки активів. У другому розділі проведено аналіз сільськогосподарського ринку, зокрема ринку птиці та компанії МХП. В третьому розділі досліджено вплив низки факторів на мультиплікатор EV/дохід компанії із сільськогосподарського сектору за допомогою багатофакторної регресії, проведено інвестиційну оцінку МХП за допомогою порівняльного методу, а також розроблено напрям вдосконалення інвестиційної привабливості компанії.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ОЦІНКИ АКТИВІВ

#### 1.1. Основні поняття та методи оцінки активів

Аналітики використовують різні методи та підходи до оцінки компаній. Зазвичай, припущення, що лежать в основі цих моделей, сильно відрізняються. Незважаючи на це, існує три основні підходи до оцінки. Першим є оцінка дисконтованих грошових потоків, другим – порівняльна оцінка, тобто необхідно аналізувати ціноутворення подібних активів, третім підходом є застосування моделі ціноутворення опціонів для оцінювання вартості тих активів, які схожі за своїми характеристиками до опціонів.

В основі оцінки дисконтованих грошових потоків знаходиться формула для розрахунку приведеної (дисконтованої) вартості (present value), за якою вартість будь-якого активу дорівнює дисконтованій вартості всіх майбутніх грошових потоків.

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1.1)$$

*де  $n$  = термін життя активу,*

*$CF$  = грошові потоки за період  $t$ ,*

*$r$  = ставка дисконтування, у якій виражається ризик очікуваних майбутніх грошових потоків*

В свою чергу, грошові потоки відрізняються між собою, і вони можуть бути дивідендами, відсотками, купонами, грошовими потоками після сплати податків у реальних проектах тощо. Більша ставка дисконтування відповідає більш ризиковим активам, менша – навпаки.

Існує три основні способи оцінки дисконтованих грошових потоків. За першим способом необхідно оцінити власний капітал фірми. Вартість власного капіталу визначається шляхом дисконтування грошових потоків, які стосуються власного капіталу (тобто сальдо грошових потоків після всіх витрат, реінвестування, податкових та боргових виплат), по ставці дисконтування, яка

визначається нормою дохідності, яку потребують власники власного капіталу компанії.

Другим способом оцінки дисконтованих грошових потоків є оцінка вартості фірми, яка визнається за допомогою дисконтування очікуваних грошових потоків фірми (тобто сальдо грошових потоків після всіх операційних витрат, реінвестування та виплат податків, але до будь-яких виплат власникам зобов'язань та акцій) по середньозваженій вартості залучення капіталу (weighted average cost of capital, WACC).

Третім способом є підхід скорегованої дисконтованої вартості (adjusted present value). В цьому методі першою є оцінка вартості власного капіталу, потім необхідно додати або відняти борги, оцінити дисконтовану вартість виграшів на податках, оцінити можливу очікувану вартість банкрутства.

Для ефективного функціонування моделі дисконтування грошових потоків необхідною умовою є розрахування майбутніх грошових потоків і ризику із вагомим ступенем надійності. Звідси слідує, що використання класичної моделі дисконтування грошових потоків може бути проблематичним із наступними компаніями, а саме:

- Компанії, які знаходяться у кризовому становищі та мають від'ємні грошові потоки;
- Циклічні компанії, діяльність яких сильно залежить від економічних циклів, і в різні економічні цикли такі компанії можуть оцінюватися кардинально по-різному;
- Компанії із активами, що не використовуються, оскільки в такому випадку модель дисконтування грошових потоків недооцінює такі компанії;
- Компанії, які володіють патентами або опціонами на продукт. Проблеми, які виникають при оцінці таких компаній досить схожі із проблемами, які виникають при оцінці компаній з активами, що не використовуються;
- Компанії в процесі реструктуризації;
- Приватні фірми, оскільки для оцінки ризику інвестування в такі компанії недостатньо даних на публічному просторі.

Однією із моделей дисконтування є модель дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF). Це метод оцінки, який використовує очікувані майбутні грошові потоки для оцінки вартості інвестиції. Грошовий потік використовується, оскільки він має економічну цінність, на відміну від деяких інших бухгалтерських показників, як-от чистого прибутку. Компанія може мати позитивний чистий прибуток, але негативний грошовий потік, що сильно шкодить бізнесу.

Якщо оцінка, створена за допомогою DCF-моделі перевищує поточну вартість інвестицій, така інвестиційна можливість здатна призвести до прибутку. Компанії зазвичай використовують середньозважену вартість капіталу (WACC) для ставки дисконту, оскільки вона враховує норму прибутку, очікувану акціонерами. WACC розраховується за наступною формулою:

$$WACC = \frac{E}{E+D} * R_E + \frac{D}{E+D} * R_D * (1 - T), \quad (1.2)$$

*де E = ринкова вартість капіталу,*

*D = ринкова вартість боргу,*

*R<sub>E</sub> = вартість капіталу,*

*R<sub>D</sub> = вартість боргу,*

*T = ставка корпоративного податку.*

Вартість капіталу зазвичай визначається за допомогою CAPM (Capital Asset Pricing Model), яка більш детально розглянута в розділі 1.3. Вартість боргу розраховується як середньозважене значення всіх боргових зобов'язань компанії.

Найчастіше окремо розраховується прогнозований грошовий потік для певної кількості майбутніх періодів, наприклад для наступних 5 чи 10 років, тобто встановлюється певний прогнозований період. Прогнозувати на значну кількість майбутніх періодів не має сенсу, оскільки якість та точність такого прогнозу є мінімальною. Але задля того, аби оцінити всі майбутні грошові потоки, розраховується кінцева вартість грошових потоків (Terminal Value). Кінцева вартість – це значення майбутніх грошових потоків за межами прогнозованого періоду. Концепція обрахунку кінцевої вартості передбачає, що бізнес буде

зростати із встановленими темпами після прогнозованого періоду назавжди. Кінцева вартість досить часто становить значний відсоток від загальної оціночної вартості, обрахованої за допомогою DCF-моделі. Існує два найбільш популярних методи для обчислення кінцевої вартості: постійне зростання (модель зростання Гордона) і мультиплікатор виходу (exit multiple). Перший припускає, що бізнес продовжуватиме генерувати грошові потоки з постійною швидкістю вічно, тоді як другий припускає, що бізнес буде проданий за певну ринкову ціну.

Але слід враховувати, що DCF-модель має обмеження, оскільки вона спирається на оцінки майбутніх грошових потоків, які можуть виявитися неточними. Через це, якщо інвестор не може отримати доступ до майбутніх грошових потоків або проект дуже складний й майбутні грошові потоки неможливо адекватно прогнозувати, DCF не матиме великої цінності, й слід використовувати альтернативні моделі.

Другим підходом до оцінки є порівняльна оцінка. Основною метою порівняльної оцінки є оцінка активів в порівнянні з ринковою вартістю інших, схожих активів. Порівняльна оцінка складається із двох компонентів. Першим компонентом є стандартизація показників (наприклад, прибутку, балансової вартості, грошових потоків тощо) компанії за допомогою різних мультиплікаторів. Другим компонентом є необхідність знайти схожі за своєю діяльністю компанії. Головна проблема полягає в тому, що не існує двох ідентичних фірм, і саме тому застосування мультиплікаторів має суб'єктивний характер, тож необхідно пом'якшувати відмінності між компаніями при порівнянні їх мультиплікаторів.

В той час як модель дисконтування грошових потоків виявляє внутрішню вартість активу, порівняльна оцінка спирається на ринок і робить припущення, що ринок правильно оцінює більшість активів, але при цьому робить помилку при оцінюванні певних активів, які інвестор намагається виявити та використати для отримання прибутку, застосовуючи мультиплікатори.

Модель порівняльної оцінки має низку переваг перед моделлю дисконтування грошових потоків. По-перше, оцінка за допомогою

мультиплікаторів виконується набагато швидше та з меншою кількістю вхідних даних. По-друге, порівняльну оцінку легше зрозуміти та презентувати клієнтам чи колегам. По-третє, порівняльна оцінка відображає теперішній стан ринку, оскільки вона вимірює відносну, а не внутрішню вартість активів. Оцінка ринкової вартості є дуже важливою, оскільки є багато ситуацій, коли внутрішня вартість протягом довгого часу через низку причин ігнорується ринком. З іншого боку, оскільки мультиплікатори передають настрій ринку, то порівняльна оцінка може бути занадто завищеною (якщо ринок переоцінює певні активи) чи заниженою (якщо ринок недооцінює певні активи), тобто, ефективність мультиплікаторів різко падає, якщо ринок в цілому переоцінює або недооцінює більшість активів. Також слід зазначити, що застосування мультиплікаторів може супроводжуватися маніпуляціями з даними та необґрунтованими суб'єктивними судженнями більше, ніж інші методи оцінки активів.

Як зазначалося вище, навіть якщо дві компанії схожі, то все одно є низка факторів, яка відрізняє їх діяльність. Таким чином, необхідно стандартизувати їхні показники. Для цього використовується велика кількість мультиплікаторів, деякі з яких зазначені нижче:

$$- \text{Мультиплікатор } PE (\text{price} - \text{earning ratio}) = \frac{\text{ринкова ціна однієї акції}}{EPS (\text{earning per share}, \text{ прибуток на одну акцію})}, \quad (1.3)$$

Це один із найвідоміших мультиплікаторів прибутку, який вказує, за який час компанія повертає вкладені інвестиції в одну акцію. Зазвичай, якщо цей мультиплікатор занадто високий, то свідчить про те, що компанія переоцінена на ринку, і навпаки, хоча слід також звертати та індустрію, в якій функціонує компанія. Даний мультиплікатор неможливо використовувати зі збитковими компаніями, і в такому разі використовується форвардний мультиплікатор PE, який ґрунтується на майбутніх грошових потоках.

$$- \text{Мультиплікатор } PBV (\text{Price} - \text{to} - \text{book ratio}) = \frac{\text{ринкова ціна однієї акції}}{BVPS (\text{book value per share}, \text{ балансова вартість на одну акцію})}, \quad (1.4)$$

Зазвичай ринкова вартість активу сильно відрізняється від внутрішньої, балансової вартості активу, оскільки бухгалтерська вартість активу залежить від початкової ціни, сплаченої за цей актив і нарахування різних бухгалтерських корегувань (наприклад, нарахування зносу). Цей мультиплікатор також використовується для пошуку переоцінених або недооцінених активів.

$$- \text{Мультиплікатор } PS (\text{price} - \text{sales ratio}) = \frac{MVS (\text{market value per share, ринкова капіталізація компанії на одну акцію})}{SPS (\text{sales per share, обсяг продажів на одну акцію})}, \quad (1.5)$$

Цей мультиплікатор показує співвідношення між ринковою капіталізацією компанії та її обсягом продажів. Чим більший є обсяг продажів, тим меншим буде мультиплікатор PS, отже чим даний мультиплікатор менший, тим більш привабливою є компанія з інвестиційної точки зору, хоча, як і з попередніми мультиплікаторами, прийнятне значення даного мультиплікатору буде варіюватися залежно від галузі.

Насправді, існує велика кількість різноманітних мультиплікаторів. Деякі з них є універсальними, а деякі можливо використовувати лише в певних галузях. Наприклад, коли на ринку тільки з'явилися інтернет-компанії, вони мали від'ємні прибутки та дуже малу балансову вартість, тож аналітики створили новий мультиплікатор, де ринкову ціну однієї акції ділили на кількість переглядів веб-сайту.

Незважаючи на свою простоту, мультиплікатори досить ефективно використовуються фінансовими аналітиками. Однією із найбільших проблем використання мультиплікаторів є можливість зловживати ними та спотворювати інформацію у власних інтересах. Аби уникнути цього, необхідно використання мультиплікаторів розділити на 4 етапи. По-перше, необхідно несуперечливо обрати мультиплікатор і виміряти його однаковою чином по схожим фірмам. По-друге, необхідно розуміти, як саме треба трактувати той факт, що значення мультиплікатору змінюється в схожих фірмах, тобто, необхідно визначити низьке, високе та типові значення мультиплікатору для аналізованих компаній. По-третє, необхідно виявити фундаментальні змінні, що впливають на значення кожного

мультиплікатору, а також зрозуміти, як саме зміна цих фундаментальних змінних впливатиме на мультиплікатори. По-четверте, необхідно виявити та аргументувати дійсно схожі компанії на ринку та скорегувати їхні відмінності, враховуючи їхні фундаментальні характеристики.

Третім підходом до оцінки активів є застосування моделі ціноутворення опціонів. Більшість аналітиків погоджуються, що вартість активу може бути набагато більшою, аніж теперішня вартість очікуваних грошових потоків, за умови настання чи ненастання певних подій. Наприклад, патенти чи активи, які не використовуються, можна розглядати як різновид опціону, тобто такі активи можуть бути оцінені використовуючи модель ціноутворення опціонів.

Таким чином, інвестиційна оцінка – це рішення інвестора стосовно того, чи слід вкладати кошти в актив, будь-то акції компанії, облігацію, бізнес-проект тощо. Найбільш популярними інструментами прийняття інвестиційного рішення є порівняльна оцінка та оцінка дисконтованих грошових потоків.

## **1.2. Фінансова звітність як інструмент аналізу активів**

Фінансова звітність грає ключову роль в аналізі та оцінці активів компанії. Вона дає розуміння стосовно походження та вартості активів компанії, надає можливість оцінити прибутки або втрати компанії, а також прослідкувати за рухом грошових коштів. Існує три основні види бухгалтерської звітності, які несуть певну загальну інформацію стосовно діяльності фірми.

Першим видом є бухгалтерський баланс, де відображаються всі активи та пасиви компанії. До активів належать основні засоби (довгострокові або необоротні активи), оборотні засоби (короткострокові або оборотні активи), фінансові інвестиції та нематеріальні активи. До пасивів компанії належать поточні зобов'язання, довгострокові зобов'язання та власний капітал.

Другим видом є звіт про фінансові результати (profit and loss statement). Саме даний звіт відображає прибутковість, яка, зазвичай, цікавить інвесторів. Бухгалтери використовують звіт про фінансові результати для надання інформації

стосовно операційної діяльності компанії, тобто, ці звіти дають змогу виміряти прибутки (або втрати) компанії. Звіт про фінансові результати є важливим, оскільки велика частка фінансового аналізу спрямована на оцінку майбутніх грошових потоків, які здатна надати фірма, і більшість прогнозів ґрунтується на теперішніх прибутках фірми.

Звіт про фінансові результати надає інвестору кількісні результати фірми. Доцільним рішенням буде кількісні дані змінювати на відсоткові. Це можливо зробити за допомогою наступних коефіцієнтів:

$$- \text{ROA (returns on assets, рентабельність активів)} = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{середня вартість активів}}, \quad (1.6)$$

$$- \text{ROE (returns on equity, рентабельність власного капіталу)} = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{Середня вартість власного капіталу}}, \quad (1.7)$$

$$- \text{RONA (returns on net assets, рентабельність чистих активів)} = \frac{\text{прибуток до сплати відсотків та податків}}{\text{середня вартість чистих активів}}, \quad (1.8)$$

Таким чином, ROA характеризує ефективність використання всіх активів компанії, а ROE – ефективність використання власного капіталу. В свою чергу RONA характеризує, наскільки ефективно підприємство використовує чисті активи, тобто суму власного капіталу та довгострокових зобов'язань.

Третім видом є звіт про рух грошових коштів, у якому відображається надходження та вибуття грошових коштів внаслідок операційної, інвестиційної та фінансової діяльності компанії протягом певного звітного періоду. Даний звіт використовується задля деталізації руху грошових коштів компанії, оскільки для інвесторів важливим фактором є можливість компанії вчасно повертати свої зобов'язання та отримувати кошти від операцій.

В історії траплялися випадки, коли компанія мала велику кількість коштів, але від'ємну прибутковість, або навпаки, компанія показувала гарні фінансові результати та позитивну прибутковість, але не мала коштів для виплати поточних

зобов'язань, що призвело до банкрутства. Цей приклад вказує на важливість аналізу як грошових потоків фірми, так і прибутковості.

За станом руху грошових коштів можна зробити висновки щодо якості управління підприємством:

**Таблиця 1.1** – Залежність між якістю управління та руху грошових потоків.

Грошовий потік за видами діяльності	Якість управління		
	Добра	Нормальна	Кризова
Операційна діяльність	+	+	-
Інвестиційна діяльність	-	-	+
Фінансова діяльність	-	+	+

*Джерело: [41]*

Управління підприємством є добрим, коли в результаті операційної діяльності підприємство отримує достатньо грошових коштів, щоб мати можливість інвестувати ці кошти, а також погашати залучені кошти.

При інвестиційній оцінці досить важливим є оцінка ризиків, оскільки очікувана дохідність від активу прямо пропорційна ризикованості активу. На основі бухгалтерської звітності можливо оцінити деякі ризики, що стосуються компанії, використовуючи певні фінансові коефіцієнти.

Перший вид ризику, який можливо виміряти за допомогою фінансової звітності, є ризик короткострокової ліквідності. Даний ризик з'являється у зв'язку з необхідністю фінансування поточних операцій. Таким чином, наступні два коефіцієнти відображають ризик невиконання компанії по своїм поточним зобов'язанням:

$$- \text{ Коефіцієнт ліквідності (current ratio) } = \frac{\text{оборотні активи}}{\text{поточні зобов'язання}}, \quad (1.9)$$

$$- \text{ Коефіцієнт абсолютної ліквідності (quick ratio) } = \frac{\text{грошові кошти+ліквідні цінні папери}}{\text{поточні зобов'язання}}, \quad (1.10)$$

Якщо коефіцієнт ліквідності менший за одиницю, то компанія нездатна повністю покрити свої поточні зобов'язання за допомогою оборотних активів.

Ідея коефіцієнта швидкого покриття полягає в тому, що із оборотних активів необхідно вирахувати найменш ліквідні активи, як-от запаси та дебіторську заборгованість. В деяких джерелах даний коефіцієнт розраховується наступним чином:

$$- \text{Коефіцієнт абсолютної ліквідності (quick ratio) = } \frac{\text{оборотні активи} - \text{запаси}}{\text{поточні зобов'язання}}, \quad (1.11)$$

Другим видом ризику, який можливо виміряти за допомогою фінансової звітності, є ризик довгострокової ліквідності. Наступні два коефіцієнти відображають ризик невиконання компанії по своїм поточним зобов'язанням:

$$- \text{Коефіцієнт покриття відсотків (interest coverage ratio) = } \frac{\text{ЕВІТ}}{\text{витрати на виплату відсотків}}, \quad (1.12)$$

$$- \text{Коефіцієнт покриття постійних витрат (fixed charges coverage ratio) = } \frac{\text{ЕВІТ}}{\text{постійні витрати}}, \text{ де ЕВІТ – прибуток до сплати податків та відсотків за боргом (earnings before interest, taxes),} \quad (1.13)$$

Чим більший коефіцієнт покриття відсотків, тим більшою є гарантія того, що компанія здатна розраховуватися по своїм довгостроковим боргам. Коефіцієнт покриття постійних витрат відображає здатність компанії покривати свої постійні витрати, такі як виплати боргу та відсотків по ньому, виплати за оренду обладнання (equipment leasing).

Коефіцієнт покриття відсотків вказує на здатність компанії розплачуватися по відсоткам боргу, але ігнорує виплату тіла боргу. Для врахування необхідності фірми повертати всю суму боргу, використовується коефіцієнт боргу:

$$- \text{Коефіцієнт боргу = } \frac{\text{Борг}}{\text{Борг} + \text{власний капітал}}, \quad (1.14)$$

Даний коефіцієнт використовується для вимірювання боргового важеля (leverage), який використовує компанія. Зазвичай, чим більшим є даний коефіцієнт, тим більшими є фінансові ризики та ймовірність настання дефолту. Не існує оптимального значення коефіцієнту боргу, оскільки він буде змінюватися залежно від індустрії та економічної ситуації.

Також можливо оцінити фінансову незалежність компанії за допомогою наступних коефіцієнтів:

$$- \text{Коефіцієнт фінансової незалежності} = \frac{\text{Сума власних коштів}}{\text{Валюта балансу}}, \quad (1.15)$$

Цей коефіцієнт характеризує концентрацію власного капіталу.

$$- \text{Коефіцієнт фінансової залежності} = \frac{\text{Валюта балансу}}{\text{Сума власних коштів}}, \quad (1.16)$$

Цей коефіцієнт є оберненим показником до коефіцієнта фінансової незалежності.

$$- \text{Коефіцієнт фінансового ризику} = \frac{\text{Позикові кошти}}{\text{Власні кошти}}, \quad (1.17)$$

Цей коефіцієнт характеризує співвідношення позикових та власних коштів.

Рекомендоване значення є меншим за 1.

$$- \text{Коефіцієнт маневреності власного капіталу} = \frac{\text{Робочий капітал}}{\text{Власний капітал}} \quad (1.18)$$

Цей коефіцієнт характеризує ступінь мобільності власного капіталу, тобто показує ту частину власного капіталу, яка знаходиться в обігу і використовується для фінансування поточної діяльності.

Також можливо розрахувати наступні коефіцієнти оборотності:

$$- \text{Період обороту запасів (Days Inventory)} = \frac{\text{Середня кількість запасів}}{\text{Собівартість реалізованої продукції}} * 365, \quad (1.19)$$

Цей коефіцієнт вимірює середню кількість днів, протягом яких компанія зберігає свої запаси до їх продажу.

$$- \text{Період обороту кредиторської заборгованості (Days Payable)} = \frac{\text{Середня кількість кредиторської заборгованості}}{\text{Собівартість реалізованої продукції}} * 365, \quad (1.20)$$

Цей коефіцієнт вимірює середню кількість днів, які компанія витрачає на оплату своїх рахунків і рахунків торговим кредиторам.

$$- \text{Період обороту дебіторської заборгованості (Days Sales Outstanding)} = \frac{\text{Середня кількість дебіторської заборгованості}}{\text{Собівартість реалізованої продукції}} * 365, \quad (1.21)$$

Цей коефіцієнт вимірює середню кількість днів, які компанія витрачає щоб отримати платіж за продаж своїх товарів або послуг.

Важливо розраховувати ринкові коефіцієнти, тобто такі, які розраховуються за допомогою інформації стосовно стану компанії на фондовому ринку. Окрім вже перерахованих мультиплікаторів PE, PBV, PS, важливими є наступні:

$$- \quad EV / \text{дохід} = \frac{\text{enterprise value (вартість компанії)}}{\text{дохід}}, \quad (1.22)$$

$$- \quad EV / EBITDA = \frac{\text{enterprise value (вартість компанії)}}{EBITDA}, \quad (1.23)$$

$$- \quad EV / EBIT = \frac{\text{enterprise value (вартість компанії)}}{EBIT}, \quad (1.24)$$

Дані мультиплікатори розраховуються задля того, аби зрозуміти, наскільки переоціненою є компанія в порівнянні з конкурентами. Enterprise value (вартість компанії) - оцінка вартості компанії з урахуванням всіх джерел її фінансування, тобто сума ринкової капіталізації компанії із борговими зобов'язаннями за вирахуванням готівки та її еквівалентів.

### 1.3. Оцінка ризиків в системі прийняття інвестиційних рішень

Ефективність прийняття інвестиційних рішень залежить від правильної оцінки ризиків, які виникають під час інвестиційної діяльності.

Ризики поділяються на два види, а саме на ризик, який стосується лише певної компанії/груп компаній/галузі (unsystematic risk) та ризик, який стосується всього ринку в цілому, який називається ринковим ризиком (systematic risk).

Перший вид ризику поділяється на наступні:

- Діловий ризик стосується будь-яких бізнес-процесів та циклів компанії, впливу внутрішніх та зовнішніх чинників.

- Фінансовий ризик стосується структури капіталу компанії, а саме боргового навантаження, можливості виконувати свої зобов'язання тощо.

- Операційний ризик стосується проблем, що виникають у повсякденних операціях компанії. Цей ризик також часто ототожнюється із ризиком невдачі бізнесу через людські помилки у повсякденній життєдіяльності, що відбувається через порушення внутрішніх процедур, політик тощо.

- Стратегічний ризик стосується довготривалого напрямку діяльності компанії. Наприклад, якщо компанія працює в ніші, що втрачає актуальність, то це призведе до краху бізнесу.

- Юридичний та регуляторний ризики стосується взаємовідносин між компанією та чинним законодавством країн та інших структур.

Цей вид ризику можливо кількісно оцінити, застосовуючи різні методики та мультиплікатори (зокрема, деякі мультиплікатори були вказані в розділі 1.2). Окрім кількісних показників, ризикованість компанії також залежить від діяльності та вмотивованості менеджменту, якості нових товарів та послуг компанії, реакції людей на діяльність компанії, публічної, культурної та соціальної діяльності компанії тощо. Наприклад, у сучасному світі інвестори звертають увагу, наскільки компанія відповідає принципам ESG (environmental – екологічний захист, social – соціальний розвиток, governance – корпоративне управління). Перелічені показники майже неможливо оцінити кількісно, але, незважаючи на це, вони сильно впливають на інвестиційну привабливість компанії.

Перший вид ризику (unsystematic risk) можливо мінімізувати за допомогою диверсифікації інвестиційного портфеля, тобто розширення портфелю методом купівлі нових активів. Слід зазначити, що активи, які належать до диверсифікованого портфелю, мають мати слабку або протилежну кореляцію доходу, тобто, чим вищою є кореляція доходів активів, тем меншим буде потенційний виграш від диверсифікації.

Ринковим ризиком (systematic risk) є той ризик, який неможливо передбачити та якого неможливо повністю уникнути. Наприклад, це війни, екологічні лиха, світові кризи тощо. Ринковий ризик лежить в основі моделі CAPM (Capital Asset Pricing Model). Основним висновком даної моделі є те, що очікувана (справедлива) дохідність будь-якого активу залежить від його ринкової  $\beta$ , де  $\beta$  виражає співвідношення між ризиками даного активу та ризиками ринку в цілому, тобто чим більшою є  $\beta$ , тим більш ризиковим є актив в порівнянні з ринком,  $\beta$  активу розраховується за наступною формулою:

$$\beta = \frac{\text{коваріація активу з ринковим портфелем}}{\text{дисперсія ринкового портфелю}}, \quad (1.25)$$

Таким чином, чим вищою є  $\beta$  активу, тим більш ризиковим він є і тим більшою буде очікувана дохідність. В моделі САРМ  $\beta$  активу є єдиним адекватним показником ризикованості активу, оскільки від несистематичного ризику інвестор здатний позбавитися за допомогою диверсифікації. Звідси слідує, що очікувана дохідність активу залежить від  $\beta$  цього активу та обчислюється за наступною формулою:

$$- \quad E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f), \quad (1.26)$$

Де  $E(R_i)$  - очікувана дохідність активу  $i$ ;

$R_f$  - безризикова ставка;

$\beta_i$  - бета-коефіцієнт активу  $i$ ;

$E(R_m)$  - очікувана дохідність на ринковий портфель.

Слід зазначити, що повністю безризикових активів не існує, а в якості безризикової ставки беруть ставку активу з найменшим ризиком, наприклад ставку короткострокових облігацій США. Також в якості значення ринкового портфелю беруть значення індексу фондового ринку, наприклад індекс S&P 500.

Альтернативою моделі САРМ є модель арбітражної оцінки (arbitrage pricing model, АРМ). В той час як модель САРМ ризик ринку сприймає як єдину величину, модель АРМ розділяє весь ризик ринку на окремі економічні фактори, і розраховує чутливість активу до кожного з цих факторів. Модель АРМ, так само, як і САРМ, вказує, що від несистематичного ризику можливо уникнути за допомогою диверсифікації.

Моделі САРМ та АРМ дають змогу оцінити ризик відхилення фактичної дохідності від очікуваної. Але існують такі інвестиції, де грошові потоки відомі наперед, і головний ризик, який необхідно виміряти – це ризик дефолту. Наприклад, по купонній облігації інвестор заздалегідь знає, який буде отримувати відсоток. Навіть якщо компанія-емітент купонних облігацій буде мати набагато успішніші результати діяльності, ніж очікувалися, інвестор все одно не отримає

більший відсоток, аніж це вказано в купоні. Таким чином, для інвестора важливо оцінити ризик дефолту компанії-емітента.

Основним показником ризику дефолту для інвестора є рейтинги облігацій компанії-емітента. Такі рейтинги надають незалежні рейтингові агентства, як-от Standard&Poor`s або Moody`s. Рейтинги цих агентств базуються на основі публічної і приватної інформації, наданої компанією-емітентом агентству, використовуючи велику кількість фінансових коефіцієнтів. Рейтинги відображаються у вигляді букв. Наприклад, у Standard&Poor`s рейтинг AAA означає, що компанія має найвищий рейтинг і ризик дефолту є мінімальним, а зі збільшенням ризику дефолту рейтинг починає падати до найменшого рівня – D. Зазвичай, найбільший рейтинг отримують ті компанії, які генерують дохід та грошові потоки набагато більші, аніж їхні боргові зобов'язання.

Таким чином, чим більший буде рейтинг активу, тим меншою буде відсоткова ставка та очікувана дохідність, оскільки ризик буде зменшуватися, і навпаки.

Портфельний ризик - це ймовірність того, що комбінація активів у інвестиціях не відповідає фінансовим цілям. Цей ризик включає в себе систематичні та несистематичні ризики компаній, що входять до інвестиційного портфелю. Портфельний ризик неможливо усунути повністю, а лише мінімізувати, зокрема за допомогою диверсифікації. Таким чином, перед створенням портфелю необхідно розрахувати, скільки інвестор може дозволити собі втратити як фінансово, так і психологічно. Це називається толерантністю до ризику.

Існує безліч підходів до вимірювання ризику портфелю. Розрахунок волатильності є найпоширенішим показником ризику, хоча волатильність враховує не всі ризики. Стандартне відхилення є типовим способом вимірювання волатильності. Історичне стандартне відхилення портфелю можна розрахувати як квадратний корінь з дисперсії прибутку.

До основних видів портфельного ризику належать наступні:

- Ринковий ризик характеризує ризик зниження вартості інвестицій через економічні або інші події, які впливають на весь ринок.
- Ризик ліквідності характеризує ризик того, що інвестор не зможе продати свої інвестиції за справедливою ціною і отримати гроші у необхідний момент.
- Ризик концентрації характеризує ризик втрати внаслідок того, що гроші інвестора зосереджені в недиверсифікованому портфелі.
- Кредитний ризик виникає внаслідок того, що державна установа або компанія, яка випустила облігації або інші боргові зобов'язання, зіткнеться з фінансовими труднощами і не зможе виплатити відсотки або погасити основну суму своїх зобов'язань.
- Ризик реінвестування виникає внаслідок втрати від реінвестування основної суми або доходу за нижчою процентною ставкою.
- Інфляційний ризик виникає внаслідок впливу інфляції на дохідність інвестицій.
- Ризик горизонту інвестування виникає внаслідок скорочення горизонту інвестування через непередбачувану подію, наприклад, втрату роботи.
- Ризик пережити свої заощадження. Цей ризик особливо актуальний для людей, які вийшли на пенсію або наближаються до неї.
- Ризик іноземних інвестицій полягає в ризиках, що пов'язані із інвестування в іноземні активи, особливо це стосується інвестування в активи країн, що розвиваються.

Таким чином, головною метою інвестора є мінімізація ризиків в межах необхідної дохідності, оскільки збільшення дохідності зазвичай збільшує ризикованість інвестиції. При цьому завжди існують ризики, на які вплинути неможливо.

## Висновки до розділу 1

Таким чином, існує три основні підходи до оцінки активів, а саме оцінка дисконтованих грошових потоків, порівняльна оцінка, тобто аналіз ціноутворення подібних активів, а також застосування моделі ціноутворення опціонів для оцінювання вартості тих активів, які схожі за своїми характеристиками до опціонів. Кожен метод має свої позитивні та негативні риси, й застосування кожного з них залежить від ситуації та особливостей активу. У свою чергу, інвестиційна оцінка – це рішення інвестора стосовно того, чи слід вкладати кошти в актив, будь-то акції компанії, облігацію, бізнес-проект тощо. Найбільш популярними інструментами прийняття інвестиційного рішення є порівняльна оцінка та оцінка дисконтованих грошових потоків.

Важливою частиною інвестиційної оцінки є аналіз звітності. Метою такого аналізу є порівняння показників із іншими представниками галузі та відслідковування внутрішніх змін компанії в історичній динаміці. Під час аналізу звітності розглядаються всі аспекти діяльності бізнесу, будь-то боргове навантаження чи прибутковість, а також розраховуються відповідні мультиплікатори.

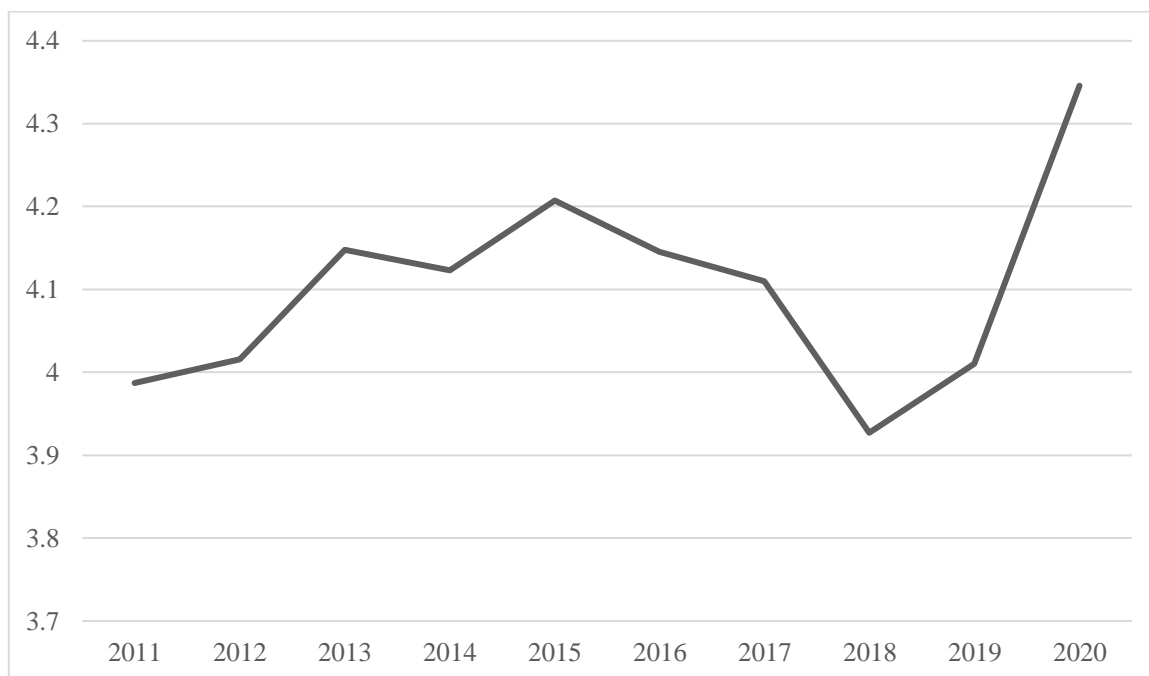
Ефективність прийняття інвестиційних рішень залежить від правильної оцінки ризиків, що стосуються компанії. Метою інвестора є мінімізація всіх ризиків в межах необхідної дохідності. При цьому слід розуміти, що збільшення дохідності зазвичай збільшує ризикованість інвестиції. Тому перед оцінкою активів необхідно розрахувати ступінь ризику, на який розраховує інвестор, оскільки інвестиційна стратегія буває як консервативною, так і «агресивною».

## РОЗДІЛ 2

### ОЦІНКА СІЛЬСЬКОГОСПОДАРСЬКОЇ ГАЛУЗІ (ЗОКРЕМА РИНКУ ПТИЦІ) НА ПРИКЛАДІ МХП

#### 2.1. Загальний огляд ринку птиці

Аграрний сектор є важливим фактором зростання більшості економік світу, забезпечуючи харчування та створюючи робочі місця для населення. Середня частка аграрного сектору у ВВП країн світу становить 4,3 %. Динаміка цієї частки зображена на рис. 2.1.



**Рис. 2.1** – Середня частка аграрного сектору у ВВП країн світу

*Джерело: складено автором на основі даних [27]*

В Україні цей показник є більшим в два рази за середній – 9,3% ВВП. Згідно з довгостроковими прогнозами, темпи зростання населення світу буде скорочуватися. Проте загальна чисельність населення все одно збільшується, тому аграрний сектор є важливим й буде поступово зростати, оскільки саме він є джерелом харчування.

Птахівництво є найбільш швидко зростаючою підгалуззю в аграрному сегменті. Прогнозується, що до 2030 року світове споживання м'яса птиці досягне

рівня 151,8 тис. тон, що перевищує поточний рівень споживання на 13,9%. У 2021 році ринкова вартість сектору птахівництва сягне 322,5 мільярда доларів США при сукупному річному темпі зростання (compound annual growth rate, CAGR) майже 4% і 422,97 мільярдів доларів США до 2025 року, досягнувши CAGR близько 7%. Деякі види птахівництва змінюються залежно від географічних факторів. Наприклад, виробництво качки в Азії перевищує відповідні показники на інших континентах, або індички в Північній Америці чи цесарок в Африці. У свою чергу, курятина є найбільш популярним видом птиці та складає до 90% відповідного сектору у всьому світі. Більшість курячих голів зосереджена в Азії – приблизно 16 мільярдів голів, тоді як близько 6 мільярдів зареєстровано в Америці і 2 мільярди в Африці та стільки ж в Європі.

Головними факторами розвитку ринку птиці є наступні:

- Впровадження механізмів та технологій автоматизації у процес птахівництва. Застосування цифрових методів у виробництво птиці та рослинництві може значно підвищити як ефективність, так і якість кінцевої продукції. Серед останніх технологічних інновацій, які впроваджуються на птахофабриках, є 3D-камери, які фіксують форми та об'єми кожної птиці, щоб зважити кожну птицю з неймовірною точністю; роботи, які допомагають виконувати різні завдання (наприклад, збирають яйця); роботизовані годівниці тощо;

- Дотримання тенденції підтримки та охорони екології. Екологічно чиста політика виробників птиці дозволяє охопити більш широку аудиторію, підвищуючи рівень довіри та репутації компанії. Також підтримка екологічних стандартів свідчить про якість продукції;

- Застування великої кількості даних та їхня подальша обробка за допомогою сучасних технологій та алгоритмів. У наш час дані є потужним інструментом для розвитку будь-якого бізнесу. Учасникам ринку птиці необхідно фінансувати розвиток аналітичних потужностей, оскільки саме це дозволить усвідомлювати та ефективно реагувати на всі сучасні тенденції, технології, загальні рухи та зміни у всіх світових бізнес-процесах птахівництва.

Головним фактором, що буде заважати зростанню ринку птиці є епідеміологічна ситуація. Домашня птиця бере участь у поширенні інфекцій, зокрема харчових та зоонозних захворювань. Відповідно безпека харчових продуктів часто знаходиться під загрозою. Починаючи з 2020 року у всьому світі спостерігаються нові спалахи високопатогенного пташиного грипу (НРАІ). Ця хвороба птиці змушує забороняти імпорт птахів із країн, де було виявлено НРАІ, щоб запобігти поширенню заражених видів. Тому виробники, які не мають повного циклу виробництва м'яса птиці, страждають від нестачі запасів, що, в свою чергу, підриває власне виробництво через встановлення торговельних бар'єрів. За аналогією, пандемія COVID-19 спричинила значне припинення або уповільнення виробництва птиці, оскільки припинення роботи більшості підприємств, що стосуються харчової галузі, суттєво скоротило попит на птицю. З іншого боку, глобальний перехід на онлайн-купівлю спричинив зростання попиту у інтернет-сегменті. Таким чином, виробники птиці змушені були реорганізувати виробництво, змінивши структуру випуску продукції, а також необхідно було зберегти рівень виробництва при непостійній кількості робочої сили. Така поява епідемій змушує підприємства виділяти більше коштів на проведення профілактичних заходів безпеки та інвестувати в технології, що підтримують продовольчу безпеку. У грудні 2021 року потенційні ризики пандемії Covid-19 є одними з найвищих, з якими можуть зіткнутися країни.

Сільськогосподарська галузь в Україні поділяється на три категорії. Перша включає машинобудування: конструювання обладнання, необхідного для виробництва в аграрному секторі, машинобудування для харчової промисловості, агрохімія (виробництво мінеральних добрив, мікробіологічна промисловість), виробництво зернових культур, система логістичних послуг та меліорації. Друга – рослинництво, тваринництво та рибальство. Третя категорія складається із харчової промисловості, холодильних складів, спеціалізованих транспортних споруд, торговельних підприємств та інших підприємств, що надають кінцевий продукт споживачу.

Враховуючи всі зазначені напрямки діяльності в аграрному секторі та ключові ринкові фактори розвитку та стримування ринку, МХП відповідає всім вимогам для конкурентоспроможності на ринку птахівництва, а саме:

- Використовує високотехнологічні об'єкти, наприклад біогазові комплекси, що призначені для переробки органічних відходів у «зелену» енергетику, а також виробництва органічних добрив, які роблять МХП енергонезалежним та екологічно відповідальним підприємством;

- Компанія займається рослинництвом (кукурудза, пшениця, соняшник, ріпак), виробляє комбікорми, а також займається тваринництвом (переважно птахівництвом);

- Працює безпосередньо в харчовій промисловості: займається переробкою м'яса, реалізує м'ясопродукти як в роздрібних, так і оптових торгових точках, має власну франшизу;

- Вертикальна інтеграція, яка складається з повного циклу птахівництва, починаючи від вирощування зернових культур, виробництва кормів і закінчуючи розповсюдженням і продажем кінцевої продукції клієнтам, дозволяє МХП бути незалежною компанією. Нагляд і контроль виробництва, уникнення поширенню інфекції та дотримання визначених міжнародних стандартів стандартів підтримує якість продукції;

- МХП є єдиним у світі виробником курячого м'яса, що використовує спеціальну технологію отримання білка з насіння соняшнику. Це забезпечує компанії не тільки економічну ефективність, а й гарантує повний контроль якості кормів для курей.

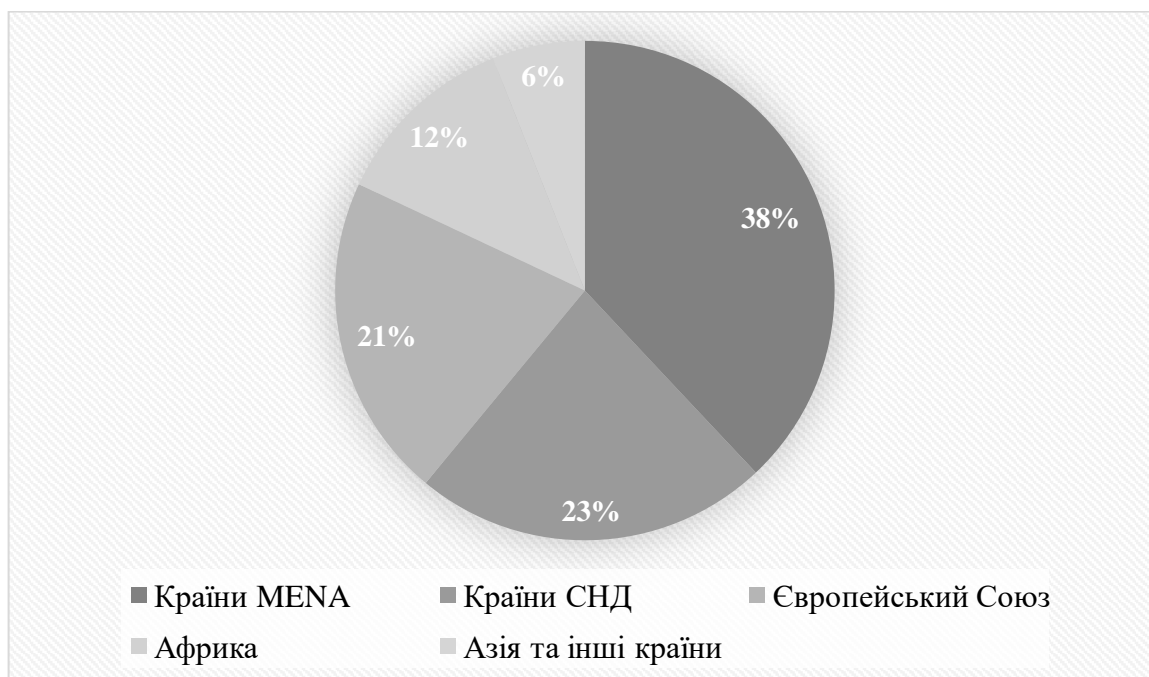
Головним видом діяльності МХП є промислове сільське господарство, а саме велику частку діяльності займає виробництво курятини. Найбільшими споживачами курятини за останні роки серед країн у всьому світі є Китай, США та Бразилія, на які припадає близько 40% світового споживання птиці. За цим показником Україна посіла 23 місце. ТОП-3 лідерами з виробництва птиці залишаються ті ж країни, як і за показником споживання – Китай, США та Бразилія. Україна посіла 17 місце з показником 1380 тис. тон. Найбільшими

експортерами курячого м'яса є Бразилія та США (4325 та 3403 тис. тон відповідно). У Європейському Союзі найбільший обсяг виробництва курятини демонструє Польща.

Якщо аналізувати у вартісному еквіваленті країн-постачальників курятини, то лідерами є Бразилія, США, Нідерланди – \$5,5 млрд, \$3,4 млрд, \$2,5 млрд відповідно.

Через зростання населення планети ринкова вартість м'яса птиці, як очікується, продовжить рости принаймні протягом наступних десятиліть, поки курка буде найбільш споживаним м'ясом у світі. За прогнозами продовольчої та сільськогосподарської організації (Food and Agriculture Organization of the United Nations), збільшення виробництва м'яса птиці відбудеться в Китаї, ЄС, Великобританії, Бразилії, а скорочення – в Індії, Таїланді, Туреччині, США. Європейська тенденція до зростання пояснюється впровадженням технологій у виробничому процесі.

Майже весь експорт м'яса в Україні припадає на м'ясо курки. Найбільшими українськими експортерами курячого м'яса у 2020 році стали такі компанії, як «МХП» (90,9%), ТОВ «Птахокомплекс «Дніпровський» (3,6%), ТОВ «Агро-ОВЕН» (1,6%), ТОВ «Агропромислова група «Пан Курчак» (0,8%), ТОВ «Вестерн Трейдинг Ресурс» (0,6%). МХП є лідером з експорту м'яса курки, оскільки ця компанія розвинула широкий ринок збуту: її продукція експортується в більш ніж 80 країн світу. У 2020 році найбільшими ринками збуту для українських компаній-експортерів птиці стали Саудівська Аравія (84,3 тис. тонн), Нідерланди (53,5 тис. тонн), ОАЕ (33 тис. т), Ірак (23 тис. т) і Казахстану (18,3 тис. т). У 2021 році найбільшим іноземним ринком збуту для МХП були країни MENA (Middle East and North Africa, регіон у складі Близького (Середнього) Сходу та Північної Африки), що зображено на Рис. 2.2.



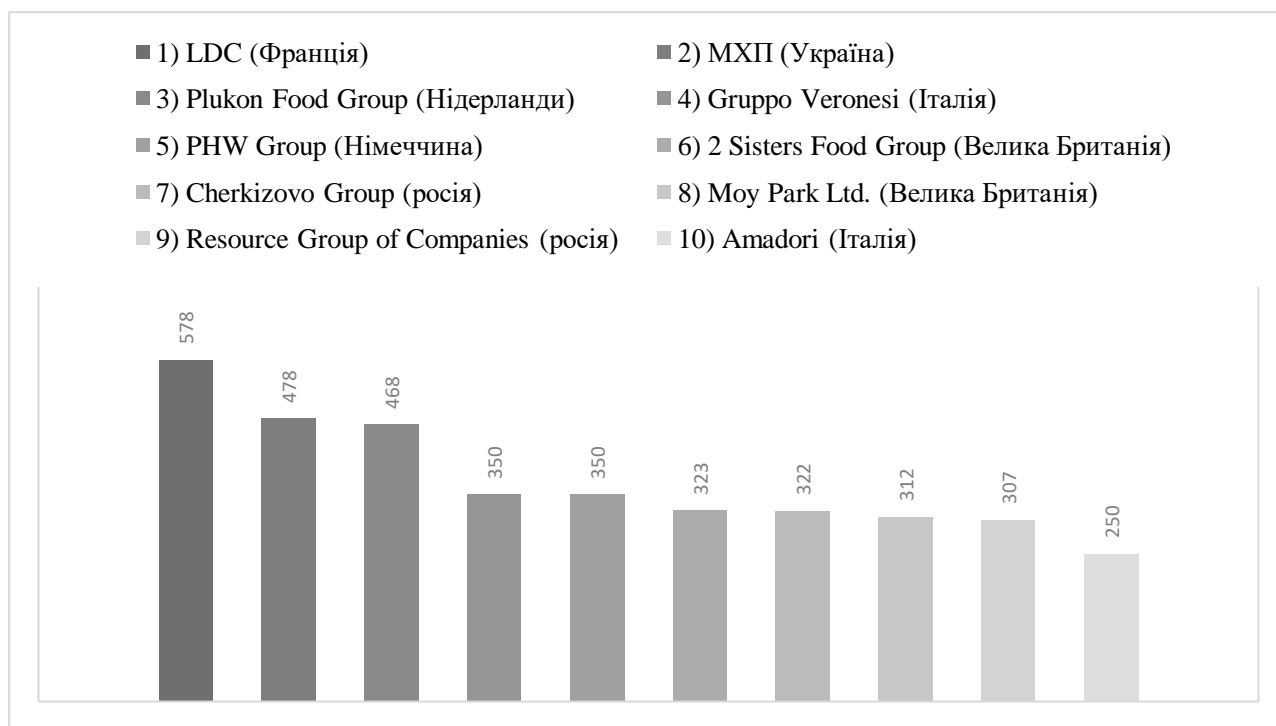
**Рис. 2.2** – Розподіл експорту МХП у 2021 році

*Джерело: складено автором на основі даних [2]*

Сьогодні ринок курятини в Україні є одним із найбільш значущих у м'ясопереробній галузі. Частка курячого м'яса у валовому обсязі виробництва м'яса на ринку України зросла з 16,2% у 1991 році до 57% у 2020 році.

На світовому рівні серед всіх видів м'яса також переважає курятина: у 2020 році її частка у валовому обсязі виробництва м'яса досягла 39,52%, у той час як частка свинини – 32,30%, яловичини – 21,17%, баранини – 4,83%.

Якщо ж розглянути найбільші компанії-виробники курячого м'яса, то МХП займає 19 місце у всьому світі по кількості забитих голів у рік. У Європі МХП займає 2 місце (Рис. 2.3.)



**Рис. 2.3** – Найбільші компанії-виробники курячого м'яса У Європі за кількістю забитих голів у рік, млн

*Джерело: складено автором на основі даних [18]*

Таким чином, незважаючи на негативний вплив COVID-19, ринок птахівництва буде зростати у довгостроковій перспективі, оскільки він є важливим для людства. У свою чергу, Україна відіграє важливу роль на світовому ринку птиці, а МХП є найбільшим експортером курячого м'яса в Україні. МХП є ключовим гравцем на європейському ринку та важливим постачальником курятини на світовому, оскільки МХП відповідає всім вимогам для конкурентоспроможності на ринку птахівництва. Як буде зазначено у третій частині роботи, для України є можливість посилити свою позицію на харчовому ринку Європи.

## **2.2. Інвестиційний та фінансовий аналіз української компанії МХП**

Акціонерне товариство «МХП» — один із найбільших агропромислових холдингів України, що спеціалізується на виробництві м'яса курки, рослинництві та переробці м'яса. Компанія була створена Юрієм Костюком і функціонує на

ринку з 1998 року зі штаб-квартирою компанії в Києві, Україна. Продукція компанії розповсюджена на ринках більш ніж 80 країн світу. Бізнес-модель компанії заснована на вертикальній інтеграції, що забезпечує автономію компанії, оскільки зменшує залежність компанії від інших партнерів (таких як постачальники, дистриб'ютори та фермери), від цін на товари. Це дозволяє уникнути додаткових витрат і ризиків. Крім того, компанія дотримується політики безвідходного виробництва, тобто відходи використовуються як у власних виробничих процесах, так і для продажу третім особам. Також компанія активно зменшує негативний вплив на навколишнє середовище. Наприклад, компанія знизила споживання дизельного та бензинового палива у 2020 році на 8,3% та 20,6% відповідно, завдяки чому зменшила кількість шкідливих викидів. Також МХП має активну позицію стосовно соціальної відповідальності. Співробітниками є люди понад 7 національностей із загальною чисельністю понад 30 тисяч працівників. Для підтримки та розвитку навичок співробітників компанія впровадила безліч різноманітних заходів і програм, зокрема подвійну освіту, програму лідерства, навчальні клуби тощо. У 2020 році жінки становили 39% працівників. 98,78% працівників були постійно працевлаштовані, тоді як 1,22% мали тимчасову роботу в 2020 році. Компанія використовує сертифіковані технології та відповідає вимогам BRC Food Safety, Global Gap.

Основними цілями компанії є забезпечення клієнтів безпечною, якісною та екологічно чистою продукцією, а також підтримувати гідне ставлення до тварин. Діяльність компанії базується на 12 основних цілях. Ці завдання називаються «цілями сталого розвитку»: подолання голоду, підвищення продовольчої безпеки, внесок у стабільний розвиток аграрного сектору; забезпечення здорового способу життя та добробуту всіх людей; забезпечення якісного та ефективного функціонування м'ясопереробної сфери; забезпечення ефективного управління водними ресурсами та дотримання санітарних норм; забезпечення для всіх людей доступного джерела енергії; внесок у сталий розвиток економіки, підвищення рівня зайнятості та забезпечення гарних умов праці; створення стабільної інфраструктури, пошук інновацій; забезпечення безпеки та екологічності міст;

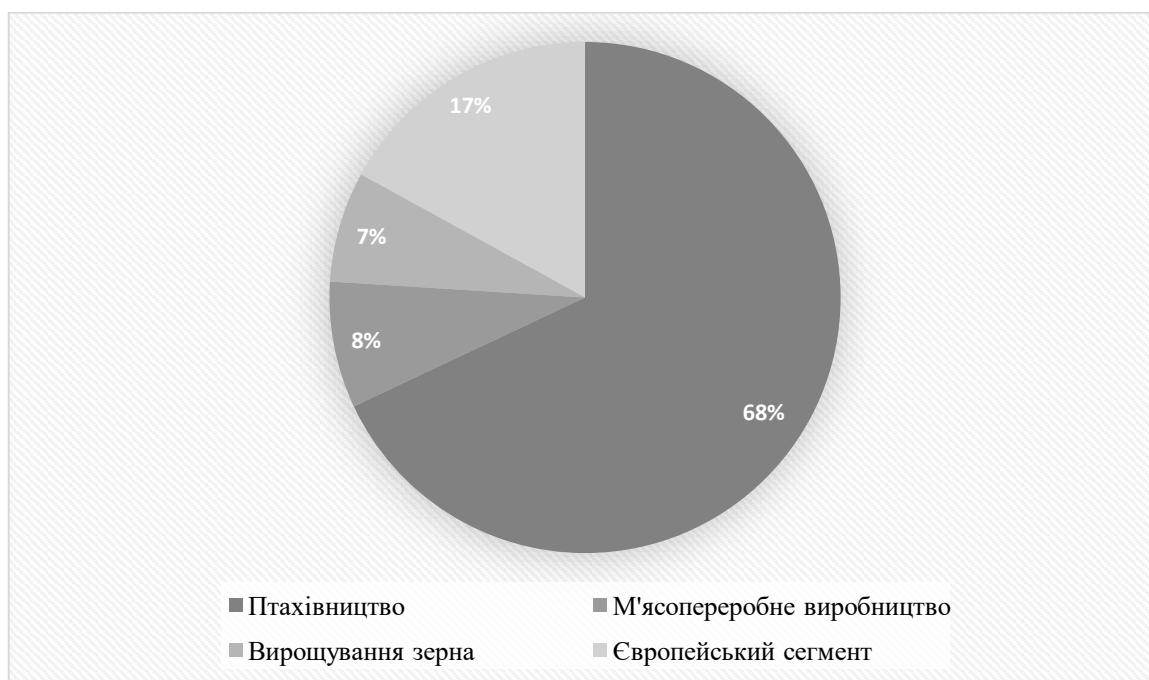
забезпечення раціональних моделей виробництва та споживання; вжиття відповідних заходів проти зміни клімату; забезпечення доступу до правосуддя для всіх людей та створення ефективних інституцій; створення широкої мережі партнерів, які сприятимуть реалізації проектів МХП. Основними стратегіями компанії є географічна диверсифікація та оптимізація асортименту продукції. Головна мета подальшого розвитку – стати кулінарною компанією як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках та продавати продукти з вищою доданою вартістю. Крім того, МХП збирається підвищити прибутковість всіх сегментів та забезпечити оптимізацію виробництва шляхом впровадження штучного інтелекту та інших інноваційних технологій. Також компанія продовжує відстежувати глобальний стан справ і можливі майбутні операції зі злиття та поглинання. МХП прагне досягти повної енергетичної незалежності за допомогою використання відновлюваної та зеленої енергії.

Станом на 2021 рік МХП займає 3 місце в Україні (серед агропромислових компаній) за площею земельних ділянок, що становить близько 380 тис. га (1). При цьому серед агропромислових компаній МХП є лідером за кількістю працівників, тобто ця компанія робить великий внесок у ринок праці України. Співробітників у МХП в 2,2 рази більше, ніж у найбільшого землевласника України.

МХП має власну логістичну мережу, яка допомагає компанії швидко розподіляти продукцію. Ця компанія є найбільшим виробником та експортером курячого м'яса в Україні. Крім того, це один з найбільших виробників зерна та м'яса на внутрішньому ринку. Також це єдиний український агропромисловий холдинг, який здійснює публічне розміщення акцій на Лондонському фондовому ринку.

МХП охоплює всі етапи виробництва курячого м'яса та супутні процеси: виробництво зерна та рослинництва, виробництво кормів, інкубація яєць, вирощування бройлерів, розведення та забій тварин, продаж, маркетинг та дистрибуція. Компанія має сучасні переробні комплекси та фабрики з виробництва комбікормів. МНР продає свою кінцеву продукцію в супермаркетах,

власних франчайзингових магазинах та гастро-студіях, кількість яких з кожним роком збільшується. Бізнес-діяльність компанії можна розділити на 4 сегменти: птахівництво та пов'язані з ним операції, операції з вирощування зерна, м'ясопереробні та інші сільськогосподарські операції, а також європейський операційний сегмент. Станом на 2020 рік частка виручки МХП за сегментами бізнесу становить 68%, 7%, 8% і 17% відповідно (Рисунок 2.4).

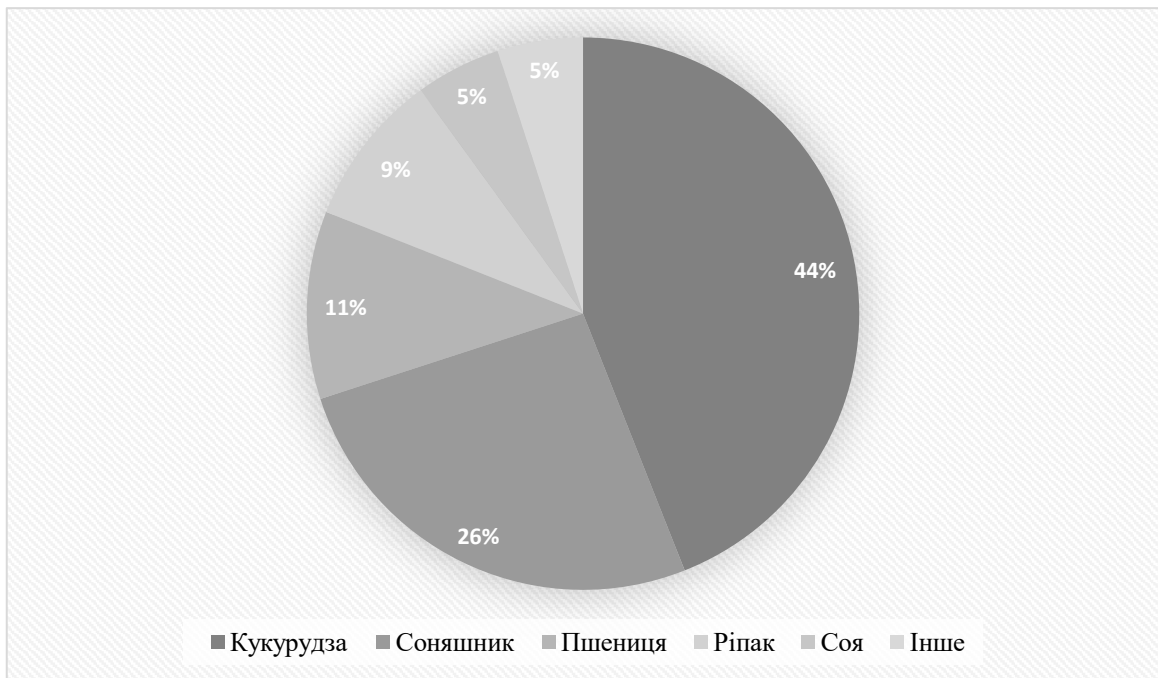


**Рис. 2.4** – Розподіл виручки МХП за сегментами у 2020 році

*Джерело: складено автором на основі даних [3]*

У сегмент птахівництва входить переробка свіжого, охолодженого та замороженого м'яса курки; переробка соняшникової та соєвої олії, комбікорму. МХП має 3 заводи, на яких вирощують курчат-бройлерів, 2 фабрики, які спеціалізуються на материнському тваринництві та яєчній інкубації, 3 заводи соняшникової олії, 1 завод з переробки сої, 3 комбікормові заводи, 15 розподільчих центрів, а також власний транспортний парк. Цей сегмент є найбільш значущим. Більша частка доходів отримується з експорту (62%).

Сегмент рослинництва займається вирощуванням зернових та культур (як для власних потреб, так і для реалізації), а саме: кукурудзи, соняшника, пшениці, ріпаку та сої (рис. 2.5).



**Рис. 2.5** – Розподіл виручки всередині сегменту рослинництва за видом сільськогосподарської культури у 2020 році

*Джерело: складено автором на основі даних [3]*

МХП повністю задовольняє свою потребу в кукурудзі та виробляє комбікорм для своєї птиці. Насіння кукурудзи та соняшнику використовують на заводах, які виробляють комбікорм, а інші зернові культури йдуть на продаж третім особам. Крім того, МХП використовує унікальну технологію, яка дозволяє виробляти білок соняшнику з насіння соняшнику. Сегмент рослинництва також більшу частину прибутку отримує від експортованої продукції (85%).

Сегмент м'ясопереробної та іншої сільськогосподарської діяльності складається з виробництва таких товарів, як ковбаси, м'ясні рулети, закуски, продукти з великої рогатої худоби, молочні продукти та інше. МХП має понад 2600 франчайзингових магазинів по всій Україні. Компанія розпочала створення власного кулінарного бренду, тому в 2020 році вона розпочала розвиток кількох нових мереж магазинів: «Секрети Шефа», «М'ясний ринок» та інших гастростудій. На відміну від попередніх сегментів, у цьому найбільш значна частка доходів отримується із внутрішнього ринку (90%).

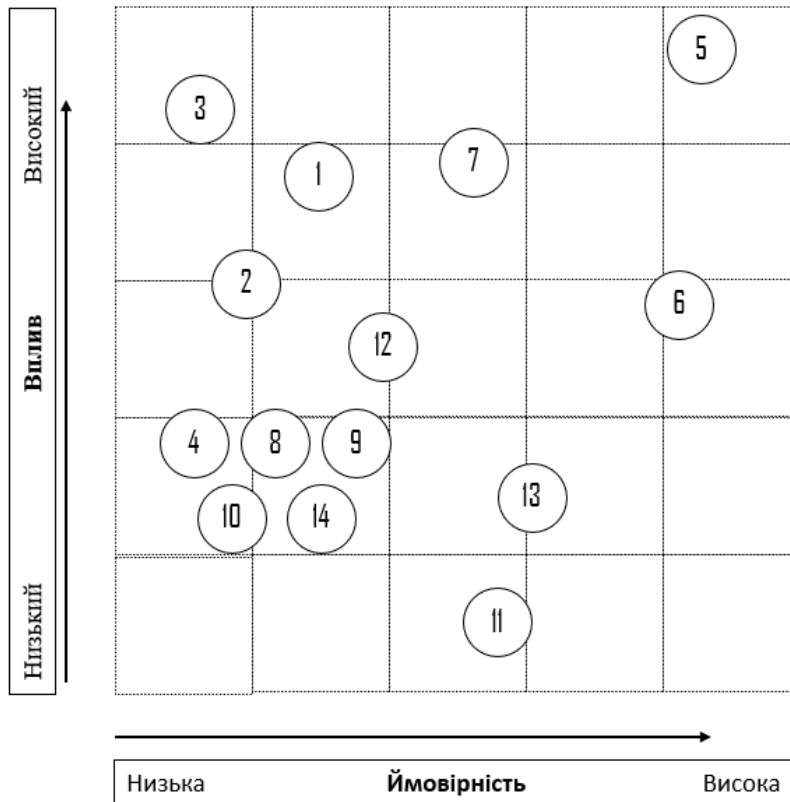
Європейський операційний сегмент охоплює діяльність компанії на Балканах. МХП функціонує на цьому ринку під брендом «Perutnina Ptuj». Це дочірня компанія з виробничими активами в Словенії, Хорватії, Сербії, Боснії та Герцеговині, яка була придбана МХП у 2019 році. Perutnina Ptuj експортує свою продукцію до 15 країн Європи. У розділі цього сегмента компанія виробляє м'ясо птиці та займається м'ясопереробною діяльністю.

В якості додаткової діяльності МХП впроваджує відновлювану енергію у своїх виробничих процесах. Зараз компанія має 2 біогазових комплекси, які перетворюють органічні відходи МХП в «зелену» енергію. Це дозволяє підвищити незалежність компанії у сфері енергопостачання, а також посилює екологічну відповідальність та надає можливість виробляти біодобрива для власних потреб.

Структура управління складається з ради директорів, трьох комітетів, головного виконавчого директора та вищого керівництва. МХП активно підтримує політику боротьби з хабарництвом і корупцією, впроваджуючи відповідні процеси в управління. Рада директорів МХП складається з дев'яти членів, які надають експертизу з різних галузей. Але слід зазначити, що серед усіх членів є лише одна жінка, що демонструє низький рівень гендерного співвідношення. Іноземні інвестори доволі часто звертають увагу на соціальне становище всередині компанії, тому гендерне співвідношення є важливим. Виконавчий менеджмент складається з 19 членів, які є керівниками або директорами різних відділів. МХП публікує дані в річному звіті про винагороду керівника, що вказує на прозорість діяльності компанії. У 2020 році загальна винагорода невиконавчим директорам МХП становила \$958 тис., а для Голови – \$622 тис.

Усі акції, випущені МХП, мають рівне право голосу. Найбільше акцій володіє Юрій Косяк (59,7%), а загальна кількість повністю оплачених акцій становить понад 110 мільйонів.

На рисунку 2.6. зображена матриця ризиків для компанії МХП.



**Рис. 2.6** – Матриця ризиків для компанії МХП

*Джерело: складено автором*

Найголовнішими ризиками для компанії є:

1) Природний ризик, а саме ризик несприятливої погоди. Всі зернові МХП вирощує в Україні. Існує низка природних ризиків, на які неможливо вплинути. Наприклад, зміна клімату або нестабільні погодні умови. Несприятлива погода може завдати великої шкоди всьому сегменту рослинництва, оскільки зерно є досить чутливим до навколишнього середовища. Як надто спекотна, так і надто холодна погода може значно знизити врожай МХП, що вплине на виробництво кормів, олії тощо, що, в свою чергу, зашкодить всьому виробництву.

2) Операційний ризик. Оскільки МХП має вертикально інтегровану бізнес-модель, майже кожен напрямок роботи залежить від інших. Через це збій виробництва в одній галузі призведе до труднощів в іншій.

3) Епідеміологічний ризик, зокрема поширення хвороби курей. Незважаючи на те, що МХП дотримується всіх санітарних норм, неможливо

повністю нівелювати епідеміологічний ризик. Якщо на підприємстві захворіють кури, то виробництво м'яса птиці припиняється на невідомий термін, що негативно впливає на бізнес.

4) Ринковий ризик. Продукція МХП представлена в багатьох країнах, через що компанія конкурує з іншими гравцями на кожному ринку. Також є ризик появи нових виробників, через що МХП втратить частину ринку.

5) Політичний ризик. З кінця осені 2021 року Росія знову почала нарощувати кількість військ біля українського кордону, що створило ризик військової ескалації.

Майже всі виробничі можливості компанії зосереджені в Україні, тому цей сценарій є найбільш руйнівним для бізнесу компанії. 24 лютого 2022 року цей ризик справдився, про що більш детально буде розглянуто у кінці цього розділу.

6) Валютний ризик. Компанія працює в Україні, тобто в країні, що розвивається, і яка має нестабільну економіку. У своїх бізнес-процесах МХП використовує українську гривню, долар США та євро. Наприклад, чистий прибуток компанії у 2020 році був від'ємним, оскільки МХП визнала значний чистий збиток від валютних курсів у розмірі 203 млн доларів.

7) Юридичний та регуляторний ризики. На діяльність МХП можуть вплинути нормативні вимоги в будь-якій з країн, де працює компанія. Це означає, що будь-які зміни в фіскальних, податкових або інших регуляторних режимах впливають на компанію. Потенційні ризики включають (але не обмежуються перерахованими) більш високі витрати на задоволення нових екологічних вимог, можливу експропріацію активів, зміни податкового режиму та нові юридичні вимоги.

8) ESG-ризик (Environmental, social and corporate governance, навколишнє середовище, суспільство, управління). З кожним роком іноземні інвестори приділяють увагу не лише фінансовим досягненням людини, а й іншим, зокрема впливу компанії на екологію планети, ставленням до своїх робітників та клієнтів, а також дотриманню інших норм. Навіть за умови видатних фінансових надбань, порушення засад ESG значно зменшуватиме інвестиційну привабливість компанії.

9) Ризик деривативів та невдалого хеджування. За допомогою деривативів можливо хеджувати як операції із валютою, так і операції на товарних ринках. Але ці фінансові інструменти не гарантують успіху, тому несприятливі умови на ринках здатні погіршити бізнес.

10) Поведінковий ризик. Бізнес МХП залежить від настроїв та побажань кінцевих клієнтів, тобто людей, що купують м'ясо для харчування. Будь-які зміни у поведінці споживача можуть негативно вплинути на діяльність компанії. Наприклад, еко-активісти можуть почати бойкотувати звичайне м'ясо, оскільки для його виготовлення вбивають тварин, а як альтернативу пропонувати штучно виготовлене.

11) Ризик європейського сегменту. За допомогою своєї М&А-діяльності (злиття та поглинання) МХП намагається розвинути виробництво за кордоном України. Невдача цього сегменту завадить спробі компанії географічно диверсифікувати свій бізнес.

12) Репутаційний ризик. Гарна репутація є важливою складовою успіху будь-якої компанії. Негативні новини здатні повністю знищити всі попередні позитивні надбання компанії.

13) Товарний ризик. Коливання цін на товари здатне похитнути фінансову стабільність компанії. Наявність сировини також впливає на ефективність виробництва. Цей фактор є особливо важливим, враховуючи проблеми у світовому ланцюгу поставок, що виникли під час пандемії.

14) Маркетинговий ризик. Неефективна маркетингова діяльність може зменшити темпи розвитку компанії, або навіть погіршити її репутацію.

Таким чином, найбільш впливовим та ймовірними для компанії є політичний, валютний, юридичний та регуляторний ризики.

Напрямок руху грошових потоків, що відображається на таблиця 2.1., свідчить про якісне управління компанією та ефективне використання ресурсів. Жодного разу грошовий потік від операційної діяльності не був від'ємним, а потік від фінансової діяльності був позитивним лише у 2018 та 2021 році, через збільшення

боргового навантаження, яке використовувалось для покращення бізнес-процесів компанії.

**Таблиця 2.1** – Рух грошових потоків МХП за період 2017-2021 років

	2017	2018	2019	2020	2021
Операційна діяльність	+	+	+	+	+
Інвестиційна діяльність	-	-	-	-	-
Фінансова діяльність	-	+	-	-	+

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

У таблиці 2.2. наведена динаміка зміни кредитного рейтингу МХП від Standard & Poor`s з 07.11.2013. Динаміка свідчить, що до 08.03.2022 МХП покращував свій рейтинг. Із початком війни МХП отримав рейтинг SD. Рейтинг «SD» отримується, коли S&P Global Ratings вважає, що боржник вибірково допустив дефолт за певним класом зобов'язань, але він продовжуватиме своєчасно виконувати свої зобов'язання щодо платежів за іншими класами зобов'язань. Дійсно, компанія пропустила виплату відсотків за своїми облігаціями 2029 року (компанія запросила відстрочку на 270 днів для березневого платежу, щоб уникнути дефолту, коли кредитори можуть вимагати повного повернення свого капіталу або конфіскувати активи, які є заставою), які мали бути виплачені 19 березня, і намагається отримати полегшення на інші виплати.

**Таблиця 2.2** –Кредитний рейтинг МХП від Standard & Poor`s з 07.11.2013.

Рейтинг	Дата виставлення
SD	24.03.2022
B-	08.03.2022
B	26.06.2017
B-	18.04.2017

Продовження табл. 2.2

В-	26.10.2015
ССС-	24.12.2014
ССС	07.03.2014
ССС+	11.02.2014
В-	07.11.2013

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

У таблиці 2.3. знаходиться інформація стосовно показників прибутковості МХП за період 2017-2021 років.

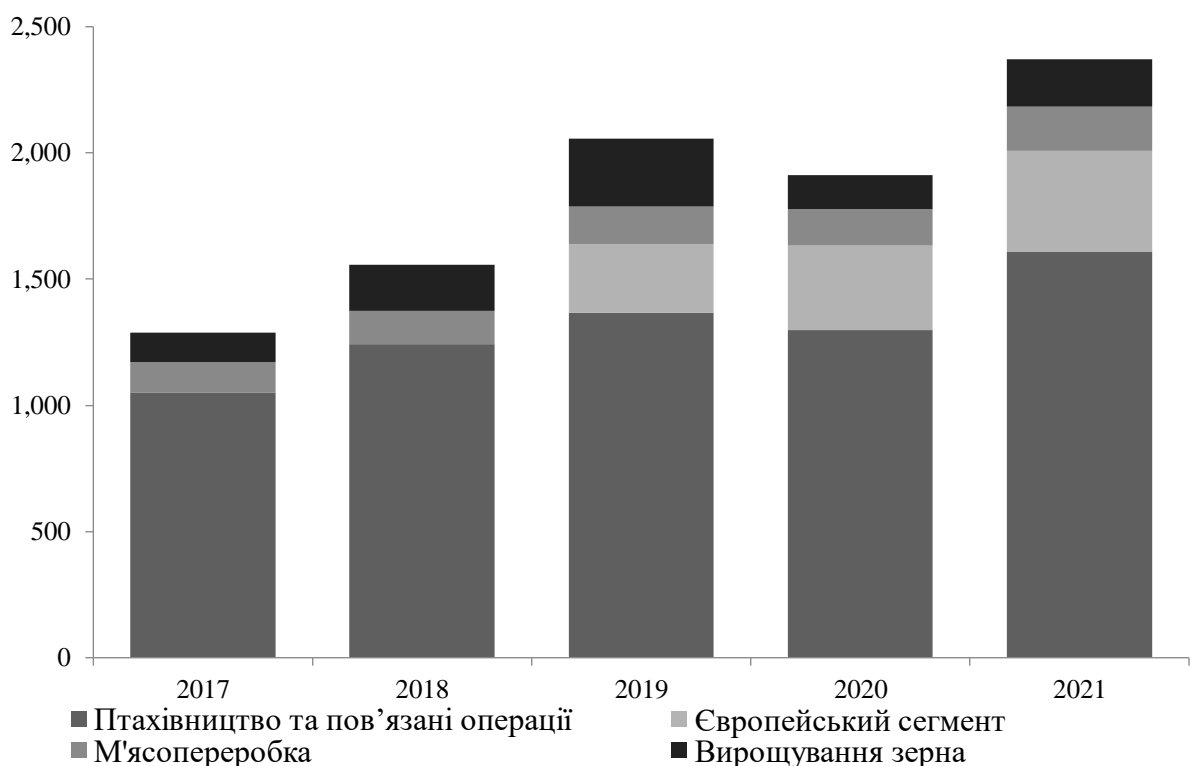
**Таблиця 2.3** – Показники прибутковості МХП за період 2017-2021 років

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Звіт про прибутки і втрати</b>					
Дохід	1 288	1 556	2 056	1 911	2372
Валовий прибуток	396	420	398	398	745
ЕВІТДА	459	450	376	340	648
Чистий прибуток	204	128	215	-133	393
<b>Прибутковість</b>					
Валова маржа (%)	30,7%	27,0%	19,4%	20,8%	31,4%
ЕВІТДА маржа (%)	35,6%	28,9%	18,3%	17,8%	27,3%
Маржа чистого прибутку (%)	15,9%	8,2%	10,5%	-	16,6%

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

МХП отримує дохід з 4 сегментів, починаючи з 2019 року (Рисунок 2.7.). Весь дохід компанії сильно залежить від сегменту птахівництва та пов'язаних операцій, оскільки він становив до 80% доходу в період 2016–2018 років. Відчутне збільшення доходів було викликано відкриттям європейського операційного сегменту на Балканах, що сталося внаслідок придбання Perutnina Ptuj («ПП») у 2019 році шляхом отримання 100% частки компанії. Таким чином, 2019 рік приніс загальний дохід у розмірі 2,06 млрд доларів, отриманий за

рахунок птахівництва та пов'язаних з ними операцій на рівні 66,5%, європейського сегменту – 13,2%, сегментів м'ясопереробки та вирощування зерна – 7,2% і 13,1% відповідно. 2020 був важким роком у всьому світі через пандемію, а зростання доходів компанії у порівнянні з аналогічним періодом минулого року становило -7%, що призвело до чистих збитків у розмірі 133 млн доларів через чисті втрати від валютних курсів у розмірі 203 млн доларів. Але у 2021 році ситуація значно покращилась, через що загальний дохід компанії зріс на 24% та 15% в порівнянні із 2020 та 2019 роками відповідно.

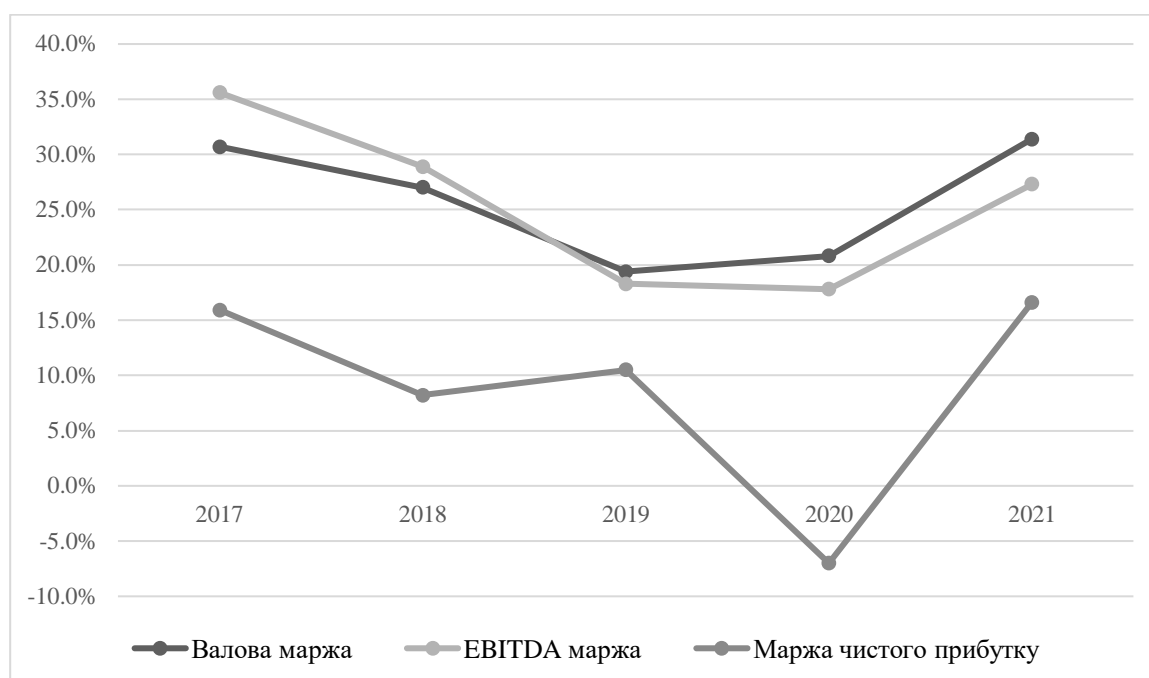


**Рис. 2.7** – Розподіл виручки МХП за сегментами за період 2017-2021 років

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

Маржинальність компанії має негативну тенденцію до 2020 року (рис. 2.8.). Особливо стрімко вона впала у 2019 році. Такий низхідний тренд в першу чергу пов'язаний із купівлею Perutnina Ptuj. Через це зниження маржинальності не потрібно розцінювати як негативну рису компанії, оскільки це є навмисний крок для розширення та диверсифікації бізнесу. Доволі часто велике поглинання призводить до тимчасової нестабільності у всьому бізнесі компанії, оскільки

бізнес-процеси нової компанії мають ефективно поєднатись із бізнес-процесами материнської. Купівля Regutnina Ptuj є великим та важливим поглинанням, оскільки європейський сегмент складав 13,2% від загальної виручки 2019 року. Зростання загального доходу становило 32% у 2019 році в порівнянні із попереднім роком, що є найбільшим показником за останні 5 років. Таким чином, зниження маржинальності частково нівелюється за рахунок стрімкого зростання розміру компанії та збільшення масштабу її операцій. Але у 2021 році маржинальність компанії збільшилась. Це вказує на те, що компанія ефективно оптимізувала свої бізнес-процеси та вплив пандемії на компанію почав зменшуватись.



**Рис. 2.8** – Маржинальність МХП за період 2017-2021 років

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

У таблиці 2.4. вказані основні показники фінансової незалежності. У 2020 році фінансова незалежність компанії постраждала через пандемію. Проте у 2021 році компанія ефективно вийшла із кризи, про що свідчать найкращі значення показників фінансової незалежності за останні 5 років. Покращення цих показників символізує зменшення боргового навантаження компанії. Проте слід зазначити, що ефективне використання запозичених коштів лише покращує

діяльність компанії, й подальший аналіз у цій роботі доводить, що МХП ефективно використовує фінансування та здатний якісно обслуговувати борг.

**Таблиця 2.4** – Показники фінансової незалежності МХП за період 2017-2021 років

	2017	2018	2019	2020	2021
Коефіцієнт фінансової незалежності	0,43	0,41	0,43	0,38	0,44
Коефіцієнт фінансової залежності	2,32	2,43	2,32	2,63	2,27
Коефіцієнт концентрації позикового капіталу	0,57	0,59	0,57	0,62	0,56
Коефіцієнт фінансового ризику	1,31	1,43	1,31	1,61	1,29
Коефіцієнт фінансової стабільності	0,76	0,7	0,76	0,62	0,77

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

У таблиці 2.5. зображені всі важливі мультиплікатори для компанії. Компанія має гарний рівень фінансової незалежності, оскільки вона також здатна ефективно покривати свої боргові виплати, про що свідчить коефіцієнт покриття відсотків показником EBITDA. Також відношення чистого боргу до EBITDA зменшилось та досягло найменшого значення за останні 5 років у 2021 році. Враховуючи позитивну динаміку кредитного рейтингу у таблиці 2.2. (до початку військової агресії росії) МХП має стабільне боргове та фінансове становище.

**Таблиця 2.5.** – Мультиплікатори МХП за період 2017-2021 років

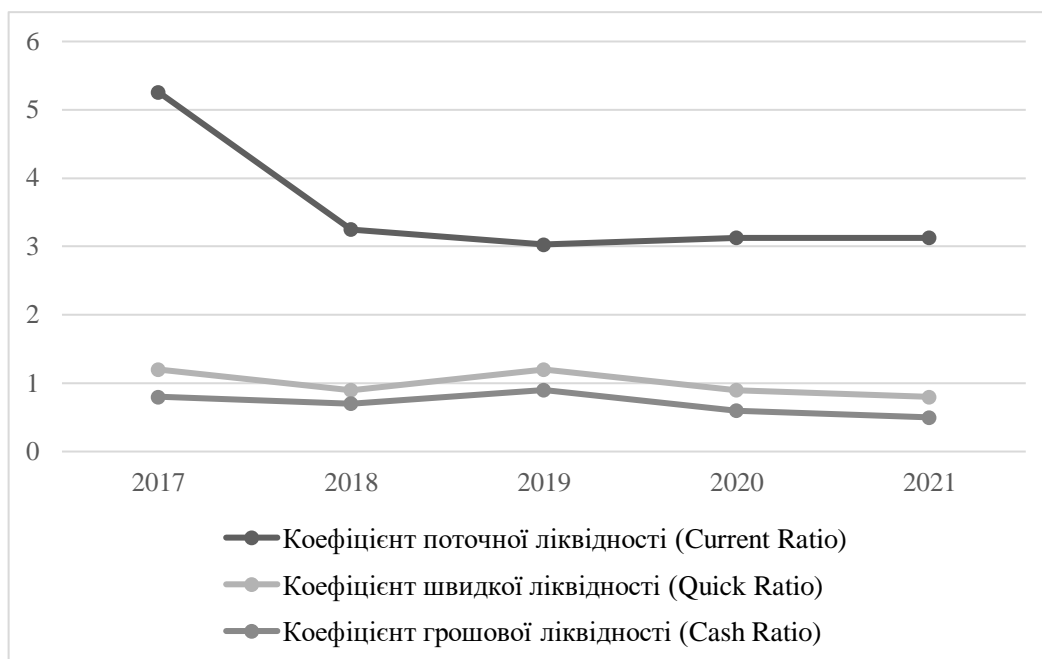
	2017	2018	2019	2020	2021
ROE (рентабельність власного капіталу)	24,7	12,2	16,4	-9,7	25
ROA (рентабельність активів)	9,3	5	6,8	-3,9	10,2
Total Payout Yield (загальна дохідність по виплатам, дивіденди та викуп акцій, %)	7	7	7	2,7	5,3
Net debt/EBITDA (відношення чистого боргу до EBITDA)	2,3	2,5	3,2	3,7	2,3

## Продовження табл. 2.5

EBITDA/interest expense (коефіцієнт покриття відсотків показником EBITDA)	4,2	4	2,8	2,6	4,5
Cash Ratio (коефіцієнт грошової ліквідності)	0,8	0,7	0,9	0,6	0,5
Current Ratio (коефіцієнт поточної ліквідності)	5,3	3,3	3	3,1	3,1
Quick Ratio (коефіцієнт швидкої ліквідності)	1,2	0,9	1,2	0,9	0,8
Days Inventory (тривалість одного обороту запасів, днів)	82,7	78,5	54,3	53,2	61,2
Days Payable (тривалість одного обороту кредиторської заборгованості, днів)	17,2	16,5	25	34,5	30,5
Days Sales Outstanding (тривалість одного обороту дебіторської заборгованості, днів)	15,9	15,4	17	22,9	21
P/E (коефіцієнт «ціна-прибуток»)	5,4	8,8	4,6	-	1,9
P/S (коефіцієнт «ціна-дохід»)	1	0,7	0,5	0,3	0,3
EV/Sales (коефіцієнт «вартість компанії-дохід»)	1,8	1,5	1,1	1,1	1
EV/EBITDA (коефіцієнт «вартість компанії-EBITDA»)	5	5	5,7	5,4	3,4

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

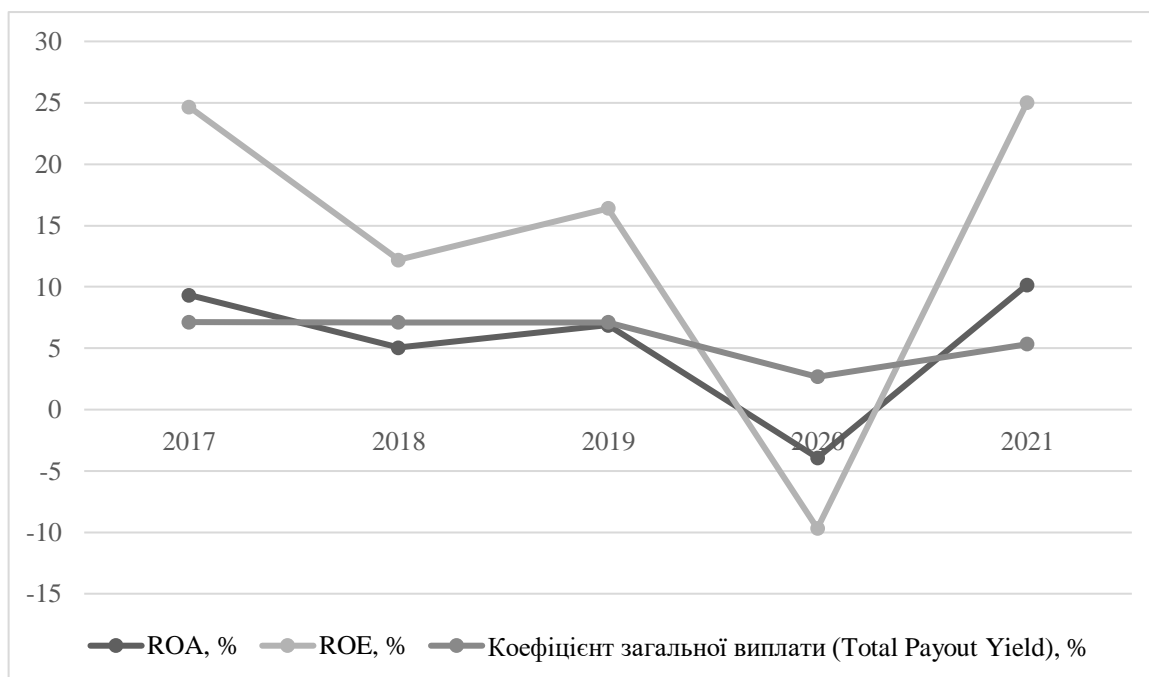
Мультиплікатори на рис. 2.9 вказують на те, що компанія останні роки компанія тримала коефіцієнти ліквідності на однаковому рівні. Вони є майже незмінними з 2018 року, і тримає МХП їх на оптимальному для функціонування рівні.



**Рис. 2.9** – Коефіцієнти боргу та ліквідності МХП за період 2017-2021 років

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

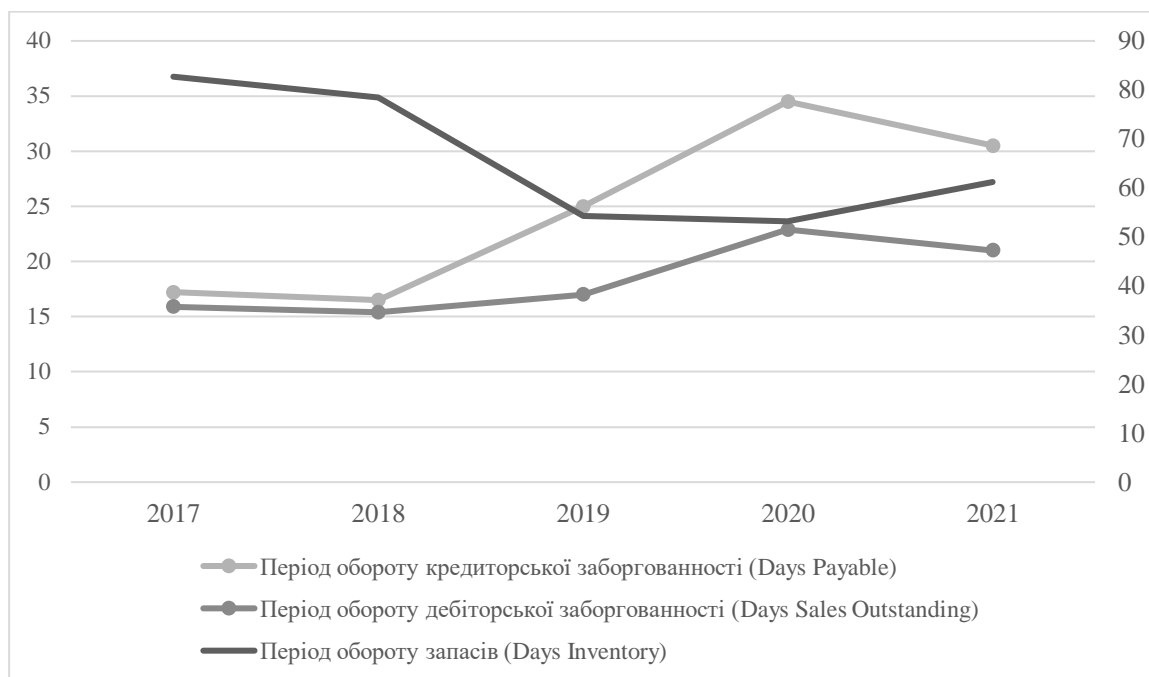
Мультиплікатори прибутковості на рис. 2.10 вказують на значне їхнє погіршення у 2020 році через пандемію. Проте у 2021 році ситуація значно покращилась, а показники ROE та ROA досягли найвищого значення за останні 5 років.



**Рис. 2.10** – Мультиплікатори прибутковості МХП за період 2017-2021 років

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

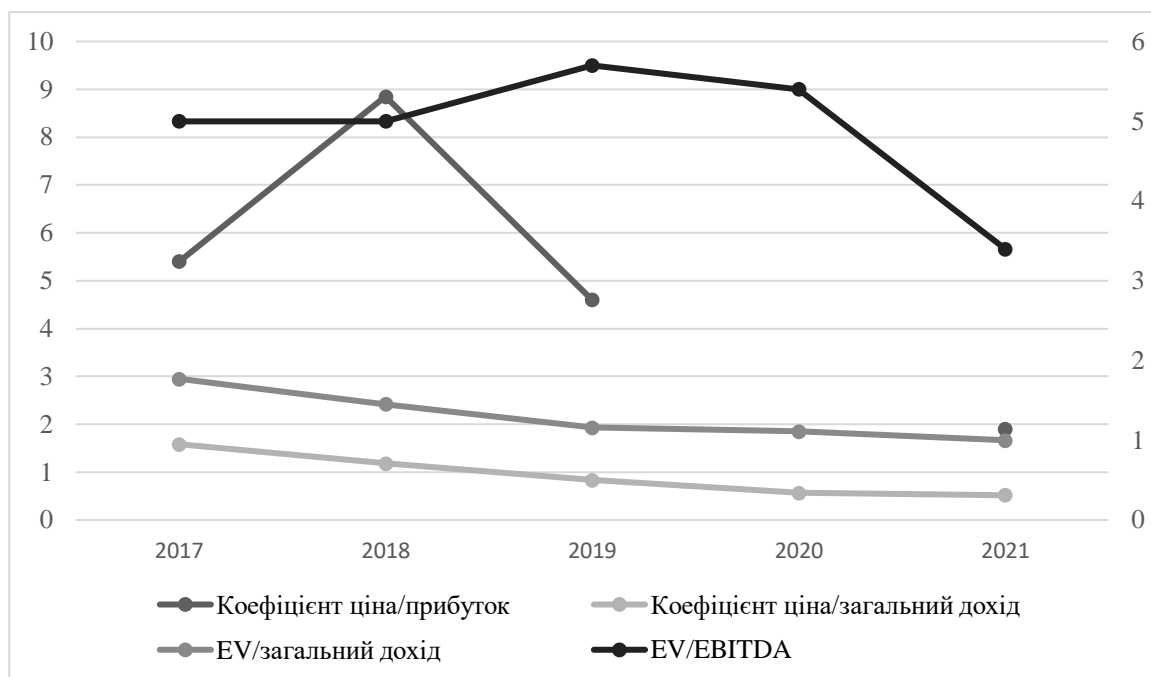
Оборотність компанії трохи погіршилась у 2021 році. Наприклад, в 2021 році МХП витратила в середньому 61 день, щоб продати свої запаси. Незважаючи на це, коефіцієнти оборотності знаходяться в оптимальних межах та не впливають негативно на діяльність компанії, про що свідчать показники, що розглядалися раніше.



**Рис. 2.11** – Коефіцієнти оборотності МХП за період 2017-2021 років

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

Ринкові мультиплікатори важливо порівнювати із конкурентами, що буде зроблено у третій частині роботи. Проте ринкові мультиплікатори на рис. 2.12 МХП свідчать, що з кожним роком інвестори все більше недооцінюють компанію. Враховуючи фундаментальну стійкість компанії, така поведінка інвесторів пояснюється тим, що у свою модель оцінювання вони закладають значний ризик країни. Коефіцієнт ціна/прибуток за 2020 рік відсутній через збитковість компанії у цей час.



**Рис. 2.12** – Ринкові мультиплікатори МХП за період 2017-2021 років

*Джерело: складено автором на основі даних [2, 3, 4, 5, 6]*

Таким чином, пандемія негативно вплинула на фінансові показники компанії у 2020 році. Проте МХП залишається фундаментально сильною компанією. Про це свідчить як порівняльна модель у третій частині, яка продемонструє, що майже всі показники МХП є кращими за середні значення по індустрії, так і значне покращення всіх коефіцієнтів у 2021 році, що вказує на відновлення бізнесу після пандемії. Проте, незважаючи на фінансову стійкість, інвестори недооцінюють компанію, оскільки вони закладають значний ризик країни у діяльність компанії. Як зазначалось у матриці ризиків, найбільш впливовим та ймовірним ризиком для компанії є політичний ризик. 24 лютого 2022 року цей ризик справдився.

Внаслідок того, що росія розпочала війну із Україною, весь український бізнес постраждав. Починаючи з першого лютого 2022 року станом на 13 травня 2022 року ціна акцій МХП на лондонській біржі впала із 6,3 \$ до 4,01\$, тобто на 36%. При цьому мінімального значення за 2022 рік акції досягли 23 березня й ціна складала 3,3\$.

Компанія стикається зі значними логістичними та інфраструктурними проблемами в Україні з початку війни. МХП продовжував комерційні продажі в Україні, але експортні продажі припинилися через закриття портів, зокрема і експортна доставка вантажівками була практично неможлива. Протягом березня команда МХП розробляла різні альтернативні логістичні маршрути для експорту, в результаті чого незначні обсяги було відправлено за територію України. Обсяги експорту курятини в першому кварталі 2022 року зросли на 9% в порівнянні із аналогічним періодом 2021 року, але це відбулось в першу чергу за допомогою довоєнних продажів (очікуваний компанією ріст мав становити 15%). Через обмеження продажів МХП довелось знизити завантаженість птахівничих потужностей до 80-85%.

Через військові дії 12 березня в селі Квітневе (Київська область) виникла пожежа на складі, у якому зберігалася заморожена м'ясна продукція МХП. Внаслідок пожежі більше ніж 3 тис тон продукції було втрачено. Це був найбільший склад в Україні, який використовувався для зберігання заморожених продуктів, його застосовували переважно великі роздрібні мережі України. Постраждалих працівників складу немає.

У зв'язку із загостренням бойових дій у Донецькій області, у квітні МХП тимчасово призупинив діяльність «Українського бекону», що знаходиться у Краматорському районі Донецької області (м'ясопереробна потужність підприємства складає близько 34 тис. тон на рік).

На момент 14 березня 2022 року близько 8500 тон птиці (потенційний фінансовий негативний вплив складає понад 20 мільйонів доларів США) знаходиться під загрозою, оскільки МХП мав обмежений доступ до складів у південних регіонах України та в Київській області.

Наразі МХП має важливу роль у продовольчій безпеці України та продовжує свою діяльність, незважаючи на значні труднощі. Компанія з початку війни надає гуманітарну допомогу населенню України. З початку війни МХП безкоштовно надав приблизно 11 000 тон продукції з курятини, а також інші

продукти харчування, обладнання, автомобілі, паливо, та різні матеріали у якості гуманітарної допомоги.

Загальні обсяги виробництва курятини МХП в першому кварталі 2022 року склали 175 644 тон. Ці обсяги зросли на 5% в порівнянні з аналогічним періодом минулого року, але знизились на 13% в порівнянні з минулим кварталом внаслідок війни.

Станом на кінець першого кварталу 2022 року близько 67 000 га. землі МХП засіяні озимими культурами. Серед них близько 60% - озимою пшеницею та 40% озимим ріпаком. Весняна посівна кампанія продовжується. Цього року МХП планує зібрати врожай з 335 000 га землі (у 2021 році ця цифра сягала 351 440 га).

МХП дотримується стратегії кулінарної трансформації, тож в першому кварталі 2022 року продажі кулінарної продукції (зокрема маринованого м'яса, готові страви та продукти з доданою вартістю тощо) зросли більш ніж у 2 рази порівняно з аналогічним періодом минулого року та досягли 2 875 тон.

Таким чином, у 2021 році компанія вдало впоралась із застоєм бізнесу, що виник внаслідок пандемії. У 2022 році МХП також розраховував на високі темпи зростання, але через військові дії виникла велика кількість труднощів для ефективного функціонування бізнесу.

## **Висновки до розділу 2**

Сільськогосподарська галузь є однією із найважливіших для існування людства, оскільки саме вона забезпечує людей їжею. Птахівництво є однією із найбільш швидко зростаючою підгалуззю в аграрному сегменті. Прогнозується, що до 2030 року світове споживання м'яса птиці досягне рівня 151,8 тис. тон, що перевищує поточний рівень споживання на 13,9%. У 2021 році ринкова вартість сектору птахівництва сягне 322,5 мільярда доларів США при сукупному річному темпі зростання (compound annual growth rate, CAGR) майже 4% і 422,97 мільярдів доларів США до 2025 року, досягнувши CAGR близько 7%.

На світовому рівні серед всіх видів м'яса переважає курятина. Так само сьогодні ринок курятини в Україні є одним із найбільш значущих у м'ясопереробній галузі. Майже весь експорт м'яса в Україні припадає на м'ясо курки. МХП є лідером з експорту та займає 90%, оскільки ця компанія розвинула широкий ринок збуту, зокрема її продукція експортується в більш ніж 80 країн світу. Конкурентами МХП є ТОВ «Птахокомплекс «Дніпровський», ТОВ «Агро-ОВЕН», ТОВ «Агропромислова група «Пан Курчак», ТОВ «Вестерн Трейдинг Ресурс».

COVID-19 негативно вплинув на галузь птахівництва. Незважаючи на це, вона буде зростати у довгостроковій перспективі. У свою чергу, Україна відіграє важливу роль на світовому ринку птиці, а МХП є важливим гравцем як на європейському та світовому ринках, так і для внутрішнього споживання.

Аналіз звітності компанії та супутній аналіз подій, що стосуються МХП за останні 5 років вказує, що компанія є фундаментально сильною. Незважаючи на негативний вплив пандемії, компанії вдалось ефективно подолати кризу та отримати гарні фінансові результати за 2021 рік. Проте МХП постраждав від початку війни в Україні, оскільки у компанії слабка географічна диверсифікація виробничих потужностей. Через непередбачуваність військових дій складно розрахувати темпи зростання компанії у 2022 році.

## РОЗДІЛ 3

### ІНВЕСТИЦІЙНА ОЦІНКА КОМПАНІЇ ТА РИНКУ

#### 3.1. Порівняльна модель оцінки компанії

Порівняльна модель є одним із головних методів інвестиційної оцінки активів. Для створення порівняльної моделі МХП у довоєнний період були обрані наступні компанії:

- Société LDC - французька холдингова компанія, що займається переробкою харчових продуктів. Компанія обробляє та продає широкий асортимент спеціалізованих продуктів з птиці, будь-то свіжа розфасована курка чи більш комплексні страви.

- Група Cherkizovo - найбільший в росії виробник м'ясної продукції. Група входить до трійки лідерів на ринках курячого м'яса, свинини, продуктів м'ясопереробки та є найбільшим у країні виробником комбікормів.

- JBS – це транснаціональна компанія із Бразилії, є одним із світових лідерів у харчовій промисловості. Продукція компанії представлена в більш ніж 20 країнах. Компанія займається виробництвом фабрично обробленої яловичини, курки та свинини, а також продажем субпродуктів від переробки м'яса.

- BRF – бразильська компанія, що займається розведенням і забоем птиці та свинини для переробки. Фірма також виробляє та продає свіжі м'ясні продукти, макарони, соуси, майонез, заморожені овочі та субпродукти з соєвих бобів.

- Charoen Pokphand Foods - агропромисловий та харчовий конгломерат зі штаб-квартирою в Таїланді. Компанія є найбільшим у світі виробником кормів і креветок, а також одним зі світових лідерів з виробництва птиці та свинини.

- Tyson Foods — американська транснаціональна харчова корпорація. Компанія є одним із світових лідерів у виробництві курки, яловичини та свинини. Вона щорічно експортує найбільший відсоток яловичини зі Сполучених Штатів.

- Wen's Foodstuff Group – китайська компанія, що займається вирощуванням та подальшим продажем бройлерів, курчат і свиней. Її продукція також включає м'ясо качок, курей-несучок, глибоководної риби, овець, свиней та інші молочні та харчові продукти.

- Sanderson Farms — американський виробник птиці. Це третій за величиною виробник птиці в Сполучених Штатах.

- Pilgrim's Pride Corporation — американська багатонаціональна харчова компанія, яка наразі є одним із найбільших виробників курятини в Сполучених Штатах та Пуерто-Ріко та другим за величиною виробником курятини в Мексиці.

У таблиці 3.1 наведено, наскільки компанія МХП є кращою за тим чи іншим мультиплікатором серед перелічених конкурентів. В більшості випадків мультиплікатори розраховувались не за звітній період, а за останні 12 місяців, оскільки це краще відображає стан справ у компанії для порівняння із конкурентами.

**Таблиця 3.1** – Наскільки МХП краща за конкурентів у довоєнний період.

Мультиплікатор	Наскільки МХП краща за конкурентів (враховуючи медіанне значення)
Поточний EV/ EBITDA (Current EV/ EBITDA)	98%
PS (price-sales ratio, TTM, останні дванадцять місяців)	48%
Операційна маржинальність (TTM, останні дванадцять місяців)	196%
Поточна дивідендна дохідність (Current Dividend Yield, TTM, останні дванадцять місяців)	117%
Рентабельність власного капіталу (TTM, останні дванадцять місяців)	90%
Весь борг/ EBITDA за останні дванадцять місяців	-24%
Коефіцієнт абсолютної ліквідності (квартальний)	258%

Продовження табл. 3.1

Операційний цикл (період обороту запасів + період обороту дебіторської заборгованості)	28%
Зростання продажів за останні 5 років	53%

*Джерело: складено автором на основі даних [9-17, 22, 40]*

У таблиці 3.2 розраховані значення мультиплікаторів для МХП, що використовувались у таблиці 3.1.

**Таблиця 3.2** – Значення мультиплікаторів для МХП.

Мультиплікатор	Значення мультиплікатору для МХП
Поточний EV/ EBITDA (Current EV/ EBITDA)	3,47
PS (price-sales ratio, ТТМ, останні дванадцять місяців)	0,33
Операційна маржинальність (ТТМ, останні дванадцять місяців)	19,73
Поточна дивідендна дохідність (Current Dividend Yield, ТТМ, останні дванадцять місяців)	4,29
Рентабельність власного капіталу (ТТМ, останні дванадцять місяців)	10,07
Весь борг/ EBITDA за останні дванадцять місяців	3,32
Коефіцієнт абсолютної ліквідності (квартальний)	3,08
Операційний цикл (період обороту запасів + період обороту дебіторської заборгованості)	61,8
Зростання продажів за останні 5 років	12,47

*Джерело: складено автором на основі даних [3, 22, 40]*

Таким чином, якщо врахувати всі мультиплікатори, то МХП є недооціненим на 90%, в порівнянні із переліченими конкурентами. При цьому МХП є гіршим лише за мультиплікатором весь борг/ЕВІТДА за останні дванадцять місяців.

Проте у попередній частині цієї роботи було вказано, що МХП здатний якісно обслуговувати свій борг, тож негативне значення у таблиці 3.1 не означає, що компанія має високі боргові ризики.

Ринкові коефіцієнти EV/ EBITDA та PS вказують на значну недооцінку компанії, а операційна маржинальність, поточна дивідендна дохідність та рентабельність власного капіталу підкреслюють прибутковість компанії як для інвесторів, так і для внутрішньої діяльності компанії в порівнянні з конкурентами. Також компанія має найбільший показник зростання продажів за останні 5 років, що вказує на потенціал до стрімкого зростання компанії (в межах її галузі).

Отже, компанія якісно відрізняється від своїх конкурентів, оскільки її бізнес-модель сприяє кращому фінансовому становищу. Проте в інвестиційну оцінку МХП інвестори закладають значний політичний ризик.

### **3.2. Аналіз факторів, що впливають на мультиплікатор EV/дохід компанії із сільськогосподарського сектору за допомогою багатфакторної регресії**

Кожна компанія прагне, аби інвестори оцінювали її більше, ніж конкурентів. Мультиплікатор EV/дохід (коефіцієнт «вартість компанії-дохід») пропонує інвесторам кількісну метрику того, як оцінювати компанію на основі її продажів, беручи до уваги як власний капітал, так і позикові кошти компанії. Таким чином, чим більший цей коефіцієнт, тим більше інвестор оцінює одиницю продажу компанії, і тим краще для компанії.

**Об'єктом** дослідження був обраний мультиплікатор EV/дохід публічних компаній, а саме компаній із сільського господарства, оскільки МХП функціонує саме в цьому секторі. **Метою** дослідження є визначення, які саме показники компанії впливають на її оцінку, тобто на мультиплікатор EV/дохід. Для цього було побудовано багатфакторну регресійну модель за методом найменших квадратів на базі програмного забезпечення «EViews 8».

Було висунуто наступні **початкові гіпотези**:

- Мультиплікатор EV/дохід прямо залежить від маржинальності по EBITDA компанії. Для будь-якої компанії, зокрема і з сільськогосподарського сектору, важливо мати гарну маржинальність, аби ефективно функціонувати. Значення EBITDA цікаве тим, що можливо оцінити діяльність компанії з різним податковим та кредитним навантаженням, а також різними відрахуваннями на амортизацію. Таким чином, чим кращою буде маржинальність, тим вище інвестори будуть оцінювати компанію.

- Мультиплікатор EV/дохід прямо залежить від рентабельності активів компанії. Аналітики та інвестори використовують ROA для того, аби визначити, наскільки ефективно компанія використовує свої активи для отримання прибутку. Чим більша ефективність, тим вищою буде оцінка інвесторів.

- Мультиплікатор EV/дохід прямо залежить від коефіцієнту ліквідності (current ratio). Коефіцієнт ліквідності застосовується для аналізу фінансової стабільності бізнесу компанії, оскільки він вказує, чи покривають поточні активи компанії її поточні зобов'язання. Чи кращою є стабільність компанії, тим вищою буде оцінка інвесторів.

### **Характеристика інформаційної бази**

Всі перелічені мультиплікатори для компаній були розраховані на основі даних їхніх останніх звітів та ринкових даних станом на 29 травня 2022 року. В аналізі застосовано дані 31 публічних компаній з сільськогосподарського сектору з усього світу, а саме із США, Японії, Нідерландів, Ірландії, Гонг-Конгу, Індії, Сінгапуру, Північної Кореї, Польщі, Австралії, Норвегії, Північної Африки, Малайзії, Індонезії та Туреччини.

### **Специфікація моделі**

Залежна змінна – EV\_SALES – значення мультиплікатору EV/дохід.

Незалежні змінні:

- EBITDA\_TO\_REVENUE – значення EBITDA-маржинальності компанії;
- RETURN\_ON\_ASSET – значення рентабельності активів компанії;
- CUR\_RATIO – значення коефіцієнту ліквідності компанії.

Загальне рівняння регресії має наступний вигляд:

$$EV\_SALES = C(1) + C(2)* EBITDA\_TO\_REVENUE + C(3)* RETURN\_ON\_ASSET + C(4)* CUR\_RATIO.$$

### Аналіз результатів моделювання

На основі зібраних даних було побудовано регресійну модель. Результати моделювання зображені на рис. 3.1. В результаті оцінки впливу незалежних змінних на залежну змінну регресійне рівняння має наступний вигляд:

$$EV\_SALES = -0,863926 + 0,045619 * EBITDA\_TO\_REVENUE + 0,081470 * RETURN\_ON\_ASSET + 0,552829 * CUR\_RATIO$$

Dependent Variable: EV\_SALES  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/29/22 Time: 16:44  
 Sample: 1 31  
 Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.863926	0.214900	-4.020131	0.0004
EBITDA_TO_REVENUE	0.045619	0.013135	3.472940	0.0018
RETURN_ON_ASSET	0.081470	0.029830	2.731109	0.0110
CUR_RATIO	0.552829	0.139112	3.973973	0.0005
R-squared	0.799868	Mean dependent var		1.101576
Adjusted R-squared	0.777631	S.D. dependent var		0.696125
S.E. of regression	0.328265	Akaike info criterion		0.729921
Sum squared resid	2.909459	Schwarz criterion		0.914952
Log likelihood	-7.313783	Hannan-Quinn criter.		0.790237
F-statistic	35.97035	Durbin-Watson stat		1.072153
Prob(F-statistic)	0.000000			

**Рис. 3.1** – Результати моделювання

*Джерело: побудовано автором за допомогою програмного забезпечення “EViews”*

Отримане рівняння дає можливість зробити наступні висновки:

- Зростання EBITDA-маржинальності на 1% спричиняє зростання мультиплікатору EV/sales на 0,05%;
- Зростання рентабельності активів на 1% спричиняє зростання мультиплікатору EV/sales на 0,08%;
- Зростання коефіцієнту ліквідності на 1% спричиняє зростання мультиплікатору EV/sales на 0,55%;

### Діагностика моделі

Коефіцієнт детермінації дає нам можливість оцінити ступінь пояснення зміни залежної змінної незалежними. Усі коефіцієнти при змінних є значимими, а ступінь пояснення впливу регресією становить 80%. Оскільки значення p-value при C менше за 0,05, то математичне сподівання дорівнює нулю.

На рисунку 3.2 зображена кореляційна матриця змінних моделі. Оскільки кореляція між змінними є меншою за 0,7, це свідчить про те, що в моделі відсутня мультиколінеарність.

Correlation			
	EBITDA_T...	RETURN_...	CUR_RATIO
EBITDA_T...	1.000000	0.614089	0.455832
RETURN_...	0.614089	1.000000	0.442559
CUR_RATIO	0.455832	0.442559	1.000000

**Рис. 3.2** – кореляційна матриця змінних моделі

*Джерело: побудовано автором за допомогою програмного забезпечення “EViews”*

Для перевірки моделі на автокореляцію застосовується LM тест Бреуша-Годфрі. Значення p-value, що є більшим за 0,05, свідчить про відсутність автокореляції.

## Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	3.181945	Prob. F(2,25)	0.0587
Obs*R-squared	6.290055	Prob. Chi-Square(2)	0.0431

## Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/29/22 Time: 16:47

Sample: 1 31

Included observations: 31

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.098311	0.228897	0.429501	0.6712
EBITDA_TO_REVENUE	-0.001394	0.012650	-0.110196	0.9131
RETURN_ON_ASSET	0.006733	0.028726	0.234375	0.8166
CUR_RATIO	-0.072613	0.145816	-0.497975	0.6229
RESID(-1)	0.453110	0.226661	1.999067	0.0566
RESID(-2)	0.058292	0.262230	0.222293	0.8259
R-squared	0.202905	Mean dependent var	-7.16E-18	
Adjusted R-squared	0.043486	S.D. dependent var	0.311419	
S.E. of regression	0.304573	Akaike info criterion	0.632172	
Sum squared resid	2.319115	Schwarz criterion	0.909718	
Log likelihood	-3.798672	Hannan-Quinn criter.	0.722645	
F-statistic	1.272778	Durbin-Watson stat	1.789364	
Prob(F-statistic)	0.306629			

**Рис. 3.4** – результати тестування Бреуша-Годфрі

*Джерело: побудовано автором за допомогою програмного забезпечення “EViews”*

На рис.3.5 зображено тест Уайта.

## Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.951918	Prob. F(9,21)	0.5039
Obs*R-squared	8.982405	Prob. Chi-Square(9)	0.4389
Scaled explained SS	2.914765	Prob. Chi-Square(9)	0.9676

## Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/29/22 Time: 16:45

Sample: 1 31

Included observations: 31

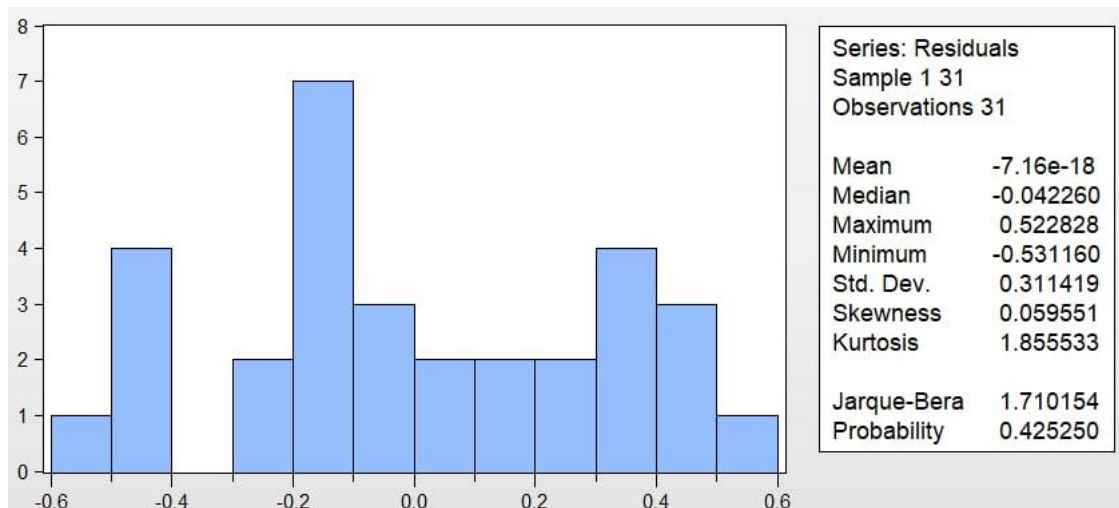
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.084912	0.235636	0.360351	0.7222
EBITDA_TO_REVENUE^2	-0.001178	0.000698	-1.686618	0.1065
EBITDA_TO_REVENUE*RETURN_ON_...	0.003013	0.002425	1.242362	0.2278
EBITDA_TO_REVENUE*CUR_RATIO	0.009845	0.016458	0.598170	0.5561
EBITDA_TO_REVENUE	-0.000497	0.015600	-0.031835	0.9749
RETURN_ON_ASSET^2	-0.003050	0.003650	-0.835669	0.4127
RETURN_ON_ASSET*CUR_RATIO	-0.005857	0.026675	-0.219565	0.8283
RETURN_ON_ASSET	0.016094	0.042654	0.377316	0.7097
CUR_RATIO^2	0.003603	0.072384	0.049780	0.9608
CUR_RATIO	-0.087907	0.265061	-0.331648	0.7434
R-squared	0.289755	Mean dependent var	0.093854	
Adjusted R-squared	-0.014636	S.D. dependent var	0.088245	
S.E. of regression	0.088888	Akaike info criterion	-1.747178	
Sum squared resid	0.165923	Schwarz criterion	-1.284601	
Log likelihood	37.08126	Hannan-Quinn criter.	-1.596389	
F-statistic	0.951918	Durbin-Watson stat	2.501534	
Prob(F-statistic)	0.503885			

**Рис. 3.5** – результати тестування Уайта

*Джерело: побудовано автором за допомогою програмного забезпечення “EViews”*

Тест Уайта застосовується для перевірки моделі на гомоскедастичність випадкових величин. Рис. 3.5 вказує, що всі p-value перевищують 0,05, тобто випадкові величини є гомоскедастичними.

Тестування Жарка-Бера перевіряє нормальність розподілу залишків моделі. Рис. 3.6 свідчить, що неможливо відхилити нульову гіпотезу, тобто розподіл залишків є нормальним.



**Рис. 3.6** – результати тестування Жарка-Бера

*Джерело: побудовано автором за допомогою програмного забезпечення “EViews”*

## Висновки

Таким чином, проведене моделювання за допомогою багатофакторного регресійного аналізу підтвердило залежність між залежною та незалежними змінними. Це свідчить, що для того, аби компанії покращити свій мультиплікатор EV/sales, їй необхідно покращувати свою EBITDA-маржинальність, рентабельність активів та коефіцієнт ліквідності. Хоча слід зазначити, що компанії при цьому не слід ігнорувати інші показники, як от коефіцієнт виплати відсотків чи коефіцієнт боргового навантаження, оскільки метою будь-якої компанії є оптимізація всіх бізнес процесів.

### 3.3. Напрями вдосконалення інвестиційної привабливості компанії

Найсуттєвішою проблемою МХП є політичний ризик, оскільки більша частина виробничих потужностей зосереджена в одній країні, а саме Україні. Події після 24 лютого 2022 року вказали на всі недоліки слабкої географічної диверсифікації бізнесу. Таким чином, аби зменшити вплив політичного ризику, МХП необхідно:

- Розвивати європейський сегмент, який МХП започаткував внаслідок придбання Perutnina Ptuj («ПП») у 2019 році шляхом отримання 100% частки компанії. Бізнес Perutnina Ptuj може покращувати свою діяльність як для подальшого експорту у європейські країни, так і для внутрішнього споживання на Балканах, оскільки цей ринок також є привабливим. Наприклад, в Сербії вперше в історії споживання м'яса птиці (18 кг/душу населення) перевищило споживання м'яса свиней (16,7 кг/душу) у 2021 році.

- Активно проводити злиття та поглинання в інших країнах. Зокрема, можливо розглянути можливість купівлі компанії на території США. Але у цієї ідеї є значні недоліки, а саме сильна конкуренція на внутрішньому ринку, а також відсутність значного досвіду введення бізнесу на американському континенті, оскільки МХП функціонувала в Європі.

Слід зазначити, що потенційні злиття та поглинання не обов'язково мають відбуватись виключно на ринку курки. Досвіду МХП достатньо, аби розширювати свою діяльність на нові види харчової продукції, будь-то рослинного чи тваринного походження. Також МХП ефективно сформував автономну модель функціонування бізнесу в Україні, й побудова бізнесу на такий зразок в Європі буде значною конкурентною перевагою.

Наразі в Україні є можливість взяти ще більшу частку харчового бізнесу у Європі. Стан агрохарчової торгівлі Європейського Союзу зображений у таблиці 3.3.

**Таблиця 3.3** Найбільші імпортери агрохарчової продукції в ЄС в 2021 році

Країна	Значення (мільйонів євро)	% від загального імпорту із країн, що не входять в ЄС
Бразилія	13 542	10.5
Велика Британія	11 837	9.2
США	9 258	7.2
Україна	6 896	5.3
Китай	6 094	4.7
Індонезія	5 607	4.3
Аргентина	5 189	4.0
Туреччина	5 030	3.9
Швейцарія	4 520	3.5
Берег Слонової Кістки	3 340	2.6
Індія	2 920	2.3
Канада	2 828	2.2
Перу	2 708	2.1
Малайзія	2 680	2.1
Мороко	2 628	2.0
Південна Африка	2 291	1.8
В'єтнам	2 233	1.7
Росія	2 180	1.7
Колумбія	2 145	1.7
Сербія	1 962	1.5
Інші країни	33 352	25.0

*Джерело: складено автором на основі даних [35]*

Після початку війни ЄС почав активно зменшувати будь-які стосунки із росією. Також європейські політики зрозуміли ризики співпраці із країнами з авторитарним політичним режимом. Китай наразі займає 4,7% від загального імпорту агрохарчової продукції, а росія 1,7%. Таким чином, в Україні є

можливість покращити свої лідерські позиції імпортера агрохарчової продукції, за рахунок заміщення в першу чергу російського імпорту, а також часткового заміщення китайського.

Для того, аби МХП розповсюджував свій вплив на європейський ринок, йому необхідно активно підтримувати ESG-заходи та впроваджувати нові. Екологічна та соціальна відповідальність є важливою як для західних інвесторів, так і для звичайних споживачів. Одним із важливих для МХП кроків є повний перехід на відновлювану енергетику. Це є особливо актуально наразі, оскільки вже створюється велика кількість планів післявоєнної відбудови країни, де підтримка зеленої економіки є однією із важливих складових. У 2019 році Україна увійшла у ТОП-10 країн світу за темпами розвитку зеленої енергетики, а у 2020 – у ТОП-5 європейських країн за темпами розвитку сонячної енергетики. Загальна потужність об'єктів зеленої енергетики на початок 2022 року становила 9 656 МВт. Але важливою проблемою для українського ринку зеленої енергетики є те, що близько 60% промислових сонячних електростанцій зосереджені у південних та південно-східних областях України, де відбуваються активні бойові дії. Також, за даними Української вітроенергетичної асоціації, в Україні припинили роботу понад 2/3 вітрогенераторів через воєнну агресію росії. Хоча слід зазначити, що після перемоги України вона почне активно відбудовувати та розвивати всю інфраструктуру та потужності, тому потенціал української зеленої енергетики буде відновлений.

Також у другій частині роботи було зазначено, що в раді директорів наявний низький рівень гендерного співвідношення, й важливо виправити це, що краще відповідати стандартам ESG.

В регресійному аналізі було розраховано головні чинники для високої оцінки бізнесу з боку інвесторів. Важливою позитивною рисою МХП є те, що він правильно сформував свою довгострокову стратегію, за допомогою якої якість бізнес-процесів та фінансове становище компанії покращується, зокрема і покращується маржинальність, рентабельність активів та ліквідність. Наприклад, для покращення маржинальності бізнесу МХП вдало сформував план кулінарної

трансформації, де на меті є продаж продукції із більшою доданою вартістю, зокрема продаж кулінарної продукції. Подальший розвиток кулінарного сегменту сприятиме фінансовому покращенню компанії.

У компанії вже є досвід застосування сучасних та інноваційних технологій у маркетингових кампаніях, й необхідно і надалі продовжувати робити це. Наприклад, у 2021 році МХП виставив на криптовалютній біржі Binance 20 NFT “Наша Ряба”, й найдорожчий токен купили майже за 24000 грн. NFT – це токен, що є одиницею обліку в системі блокчейн. За допомогою NFT можливо створювати цифрові цінності. У свою чергу, блокчейн — це децентралізована мережа, яка створює базу даних за принципом послідовного ланцюга блоків із інформацією щодо операцій із токенами.

Також важливо постійно підтримувати технологічний стан підприємств, а саме оновлювати обладнання та застосовувати інноваційні технології на підприємстві, деякі з яких вже зазначалися в другому розділі цієї роботи.

Таким чином, МХП активно впроваджує ефективні заходи для довгострокового зростання компанії. Ключовими для компанії будуть напрями географічної диверсифікації, зокрема захоплення більшої частки європейського ринку, дотримання ESG-стандартів та створення продукції із більшою доданою вартістю.

### **Висновки до розділу 3**

Порівняльна оцінка МХП із його конкурентами, а саме із компаніями Société LDC, Gruppo Cherkizovo, JBS, BRF, Charoen Pokphand Foods, Tyson Foods, Wen's Foodstuff Group, Sanderson Farms та Pilgrim's Pride Corporation, показала, що МХП є недооціненим на 90% в порівнянні із переліченими конкурентами. МХП є гіршим лише за мультиплікатором весь борг/ЕВІТДА за останні дванадцять місяців. Проте МХП здатний якісно обслуговувати свій борг та має стабільне фінансове становище.

Для інвестиційної оцінки варто розуміти, які фактори є важливими для високої оцінки активів із сільськогосподарської галузі. Моделювання за допомогою багатofакторного регресійного аналізу підтвердило залежність між мультиплікатором EV/sales та незалежними змінними, а саме EBITDA-маржинальністю компанії, рентабельністю активів та коефіцієнтом ліквідності. Проте ці висновки не зменшують важливість інших показників, оскільки, наприклад, нехтування якісним борговим обслуговуванням негативно вплине на діяльність компанії.

Наразі МХП активно впроваджує ефективні заходи для довгострокового зростання компанії. Компанії й надалі необхідно розвивати географічну диверсифікацію, дотримуватись та покращувати ESG-стандарти бізнесу та створювати продукцію із більшою доданою вартістю, що позитивно вплине на маржинальність бізнесу. Також слід зазначити, що зараз в Україні, зокрема і у МХП, є можливість отримати ще більшу частку харчового бізнесу у Європі. Проте це буде залежати від розвитку військових дій в Україні, оскільки з кожним днем компанія страждає від війни.

## ВИСНОВКИ

Таким чином, МХП дійсно відіграє важливу роль для економіки України, зокрема для сільськогосподарського та харчового секторів. Ця компанія виробляє критично важливі харчові продукти як для населення України, так і має значну експортну частку.

З інвестиційної точки зору ця компанія є фундаментально привабливою. Це було доведено за допомогою порівняльного аналізу із конкурентами з усього світу, а також завдяки внутрішньому фінансовому аналізу підприємства. На діяльність компанії негативно вплинула пандемія, але у 2021 році МХП вдалось значно покращити всі показники, що свідчить про зменшення впливу COVID-19.

Одним із важливих сучасних показників, на який раніше інвестори не сильно звертали увагу, але наразі він відіграє важливу роль – це ESG – діяльність компанії. У сучасному світі головною метою компанії має бути не лише створення прибутку. Важливо, аби вона була відповідальною як у соціальній сфері, так і у сфері охорони навколишнього середовища. Наразі ESG – активність швидко розвивається у розвинених країнах, а в країнах, що розвиваються, така діяльність не є дуже популярною. Незважаючи на це, МХП має високий рівень ESG-відповідальності.

Проте найважливішим ризиком для компанії є слабка географічна диверсифікація. Через це МХП постраждав після початку війни в Україні, й саме через цей ризик акції компанії оцінювались низько в порівнянні з конкурентами на фондовому ринку. Компанія враховує цей ризик, оскільки почала активно розвивати європейський сегмент після купівлі компанії Regutnina Ptuj у 2019 році на Балканах.

МХП має ефективну стратегію для подальшого довгострокового розвитку, оскільки він враховує та розуміє всі ризики, та намагається нівелювати їх. Фінансові показники останніх п'яти років та вдалий вихід із кризи COVID-19 свідчать про це.

Також в роботі було проаналізовано головні фактори, що впливають на оцінку активів на фондовому ринку з боку інвесторів за допомогою багатофакторної регресії. Виявлено наступні закономірності: зростання EBITDA-маржинальності на 1% спричиняє зростання мультиплікатору EV/sales на 0,05%, зростання рентабельності активів на 1% спричиняє зростання мультиплікатору EV/sales на 0,08%, зростання коефіцієнту ліквідності на 1% спричиняє зростання мультиплікатору EV/sales на 0,55%. Усі перелічені коефіцієнти є значимими, оскільки ступінь пояснення впливу регресією становить 80%. Виявлені фактори активно покращуються МХП, що ще раз вказує на фундаментальну привабливість компанії.

Подальше зменшення ризиків та покращення діяльності сприятиме зростанню акцій компанії на фондовому ринку, а також збільшить позитивний вплив як на економіку України, так і на світову сільськогосподарську галузь. В поєднанні із відповідальною ESG-активністю, це призведе до довгострокового зростання компанії.

Науковий результат цієї роботи доповнює вже існуючі інвестиційні аналізи української публічної компанії МХП, зокрема спираючись на останні події, а саме початок війни в Україні. Також проведений аналіз за допомогою багатофакторної регресії виявив ключові фактори, на які компанії необхідно спиратись, аби мати високу ринкову оцінку з боку інвесторів.

### Список використаних джерел

- 1) Топ-10 найбільших агрохолдингів України в одній інфографіці. URL: <https://bakertilly.ua/news/id49433>
- 2) МНП, annual report 2021. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/51d31/51d31/28df6cc903.pdf>
- 3) МНП, annual report 2020. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/45ee7/4173c/af9366a92bf9.pdf>
- 4) МНП, annual report 2019. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/3d944/512bd/471be26b5ec.pdf>
- 5) МНП, annual report 2018. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/3d944/512bd/af54fe1bcb25.pdf>
- 6) МНП, annual report 2017. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/3d944/512bd/ce4464a26631.pdf>
- 7) МНП, annual report 2016. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/3d944/512bd/d1e7c68bfdaae.pdf>
- 8) МНП SE. Операційні результати діяльності Компанії за I квартал 2022 року, що завершився 31 березня 2022 року. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/d0665/6d767/e0163af6b86.pdf>
- 9) Societe LDC. URL: [https://www.-gurufocus.com/new\\_index/](https://www.-gurufocus.com/new_index/)
- 10) Grupa Cherkizovo. URL: <https://www.linkedin.com/company/cherkizovo-group-lse-che-/>
- 11) JBS. URL: <https://jbs.com.br/en/>
- 12) BRF. URL: <https://www.brf-global.com/en/>
- 13) Charoen Pokhand Foods. URL: <https://www.cpfworldwide.com/en/home>
- 14) Wens Foodstuff Group. URL: <https://www.forbes.com/companies/wens-foodstuff-group/?sh=3108b02a1798>
- 15) Tyson Foods. URL: <https://www.tysonfoods.com/>
- 16) Sanderson Farms. URL: <https://sandersonfarms.com/>
- 17) Pilgrim's Pride. URL: <https://www.pilgrims.com/>

- 18) WATTPoultry.com URL: <https://www.wattagnet.com/>
- 19) Damage to Warehouse - Loss of Produce. URL: <https://www.investigate.co.uk/mhp-se--mhpc-/rns/damage-to-warehouse---loss-of-produce/202203140941326514E/>
- 20) Serbia: The challenges that the poultry sector faces. URL: <https://www.agroberichtenbuitenland.nl/actueel/nieuws/2021/09/03/serbia-poultry>
- 21) Зелена енергетика в Україні на межі банкрутства. Що далі? URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/04/10/685513/>
- 22) GuruFocus. URL: [https://www.gurufocus.com/new\\_index/](https://www.gurufocus.com/new_index/)
- 23) FinViz. URL: <https://finviz.com/>
- 24) Investing. URL: <https://www.investing.com/>
- 25) Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/>
- 26) The World Bank. URL: <https://www.worldbank.org/en/home>
- 27) The World Bank. Agriculture, forestry, and fishing, value added (% of GDP) URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NV.AGR.TOTL.ZS>
- 28) ESG reporting, PWC. URL: <https://www.pwc.com/sk/en/environmental-social-and-corporate-governance-esg/esg-reporting.html>
- 29) IndexMundi. URL: <https://www.indexmundi.com/>
- 30) Food and Agriculture Organization of the United Nations. URL: <https://www.fao.org/home/en>
- 31) Economic conditions outlook, 2021, McKinsey & Company. URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/economic-conditions-outlook-2021>
- 32) The agri industry after COVID-19: Playing the long game. URL: <https://www.strategyand.pwc.com/de/en/industries/power-utilities/the-agri-industry-after-covid-19.html>
- 33) МХП МХП Косюка продав на криптобіржі 20 NFT "Наша Ряба". URL: <https://tech.liga.net/technology/novosti/mhp-kosyuka-prodal-na-kriptobirje-20-nft-nasha-ryaba-pokupali-znamenitosti>

- 34) Ukraine's MHP seeks bond payment concessions as conflict ushers in default.  
URL: <https://www.just-food.com/special-focus/ukraine-crisis/ukraines-mhp-seeks-bond-payment-concessions-as-conflict-ushers-in-default/>
- 35) Agri-food trade statistical factsheet. URL:  
[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/food-farming-fisheries/farming/documents/agrifood-china\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/food-farming-fisheries/farming/documents/agrifood-china_en.pdf)
- 36) Що таке NFT і як продати цифрове мистецтво за мільйони. URL:  
<https://ain.ua/ru/2021/03/18/nft-renesans-abo-yak-prodati-cifrove-mistectvo-za-miljoni/>
- 37) Types of investment risk. URL:  
<https://www.getsmarteraboutmoney.ca/invest/investing-basics/understanding-risk/types-of-investment-risk/>
- 38) London Stock Exchange. URL: <https://www.londonstockexchange.com/>
- 39) Агроіндустріальний комплекс МХП. URL:  
<https://mhp.com.ua/uk/glorytoUkraine>
- 40) The Terminal. Bloomberg Professional Services. URL:  
<https://www.bloomberg.com/professional/solution/bloomberg-terminal/>
- 41) Базилінська О. Фінансовий аналіз: теорія та практика / Базилінська О., видавництво «Центр учбової літератури» - 2009р. – 327 с.
- 42) Герасименко О. Финансовая отчетность / Герасименко О., видавництво «Альпина паблишер» - 2020р. – 432 с.
- 43) Шарп У., Александер Г., Бейлі Д. Инвестиции / Шарп У., Александер Г., Бейлі Д., видавництво «Университетский учебник» - 1999р. – 1028 с.
- 44) Антіл Н., Лі К. Оценка компаний. Анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. / Антіл Н., Лі К., видавництво «Альпина паблишер» - 2020р. – 440с.
- 45) Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. / Дамодаран А., видавництво «Альпина Бизнес Букс» - 2006р. – 1341с.

- 46) Грем Б. Розумний інвестор. / Грем Б., видавництво «Наш формат» - 2019р. – 544с.
- 47) Ross S., Westerfield R., Jordan B. Fundamentals of corporate finance. / Ross S., Westerfield R., Jordan B., видавництво «McGraw-Hill Irwin» - 2010р. – 801с.
- 48) Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods, CFA Program Curriculum. / CFA Institute – 2016р. – 732 с.
- 49) Economics, CFA Program Curriculum. / CFA Institute – 2016р. – 550с.
- 50) Financial Reporting and Analysis, CFA Program Curriculum. / CFA Institute – 2016р. – 730с.
- 51) Corporate Finance and Portfolio Management, CFA Program Curriculum. / CFA Institute – 2016р. – 480с.
- 52) Equity and Fixed Income, CFA Program Curriculum. / CFA Institute – 2016р. – 656с.
- 53) Koller T., Goedhart M., Wesseles D. Valuation. / Koller T., Goedhart M., Wesseles D., видавництво «McKinsey&Company» - 2010р. – 862с.
- 54) Шелудько В.М. Фінансовий ринок: навч. посіб. / Шелудько В.М., видавництво «Знання-Прес» - 2002р. – 535с.
- 55) Базилевич В.Д., Шелудько В.М., Вірченко В.В. та ін. Фондовий ринок, книга 1: підручник / Базилевич В.Д., Шелудько В.М., Вірченко В.В. та ін., видавництво «Знання» - 2015р. – 621с.
- 56) Базилевич В.Д., Шелудько В.М., Вірченко В.В. та ін. Фондовий ринок, книга 2: підручник / Базилевич В.Д., Шелудько В.М., Вірченко В.В. та ін., видавництво «Знання» - 2016р. – 686с.

## Додаток А

Баланс компанії МХП, у млн дол. США

ASSETS	2019	2020	2021
Non-current assets			
Property, plant and equipment	2055	1679	1939
Land lease rights			
Right-of-use assets	229	207	277
Intangible assets	107	97	98
Goodwill	65	71	66
Non-current biological assets	30	26	27
Non-current financial assets	18	23	29
Long-term bank deposits	3	5	10
Deferred tax assets	2	2	2
<b>Total non-current assets</b>	<b>2509</b>	<b>2108</b>	<b>2449</b>
Current assets			
Inventories	208	241	367
Biological assets	206	175	216
Agricultural produce	216	269	511
Prepayments	23	17	45
Other current financial assets	29	81	16
Taxes recoverable and prepaid	30	55	68
Trade accounts receivable	124	119	157
Cash and cash equivalents	341	218	275
Assets classified as held for sale	4	0	0
<b>Total current assets</b>	<b>1182</b>	<b>1174</b>	<b>1655</b>
<b>Total assets</b>	<b>3690</b>	<b>3283</b>	<b>4104</b>
EQUITY AND LIABILITIES			
Equity			
Share capital	285	285	285
Treasury shares	-45	-45	-45
Additional paid-in capital	174	174	174
Revaluation reserve	862	649	812
Retained earnings	1148	1195	1557
Translation reserve	-842	-1020	-1019
Equity attributable to equity holders of the Parent	1582	1238	1764
Non-controlling interests	14	16	30
<b>Total equity</b>	<b>1596</b>	<b>1254</b>	<b>1794</b>

Продовження додатку А

Non-current liabilities			
Bank borrowings	76	65	104
Bonds issued	1366	1371	1377
Lease liabilities	152	136	204
Deferred income	50	45	45
Deferred tax liabilities	55	30	45
Other non-current liabilities	6	7	7
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>1704</b>	<b>1654</b>	<b>1780</b>
Current liabilities			
Trade accounts payable	147	150	174
Other current financial liabilities	71	87	93
Advances received	61	15	42
Bank borrowings	25	40	122
Interest payable	22	21	21
Lease liabilities	64	62	77
<b>Total current liabilities</b>	<b>390</b>	<b>375</b>	<b>530</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>2095</b>	<b>2029</b>	<b>2309</b>
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>3690</b>	<b>3283</b>	<b>4104</b>

Додаток Б  
Звіт про фінансові результати компанії МХП

	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Revenue	2056	1911	2372
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	-40	31	185
Cost of sales	-1619	-1544	-1813
<b>Gross profit</b>	<b>398</b>	<b>398</b>	<b>745</b>
Selling, General & Admin	-179	-188	-228
Other Operating Income (Government grants income)	11	17	12
Other operating expenses	-8	-23	-12
Loss on impairment of property, plant and equipment	-6	-2	-11
<b>Operating profit</b>	<b>216</b>	<b>201</b>	<b>506</b>
Finance income	8	14	11
Finance costs	-148	-144	-150
Foreign exchange (loss)/gain, net	185	-204	40
Other expenses	-8	-3	-3
<b>(Loss)/Profit before tax</b>	<b>253</b>	<b>-137</b>	<b>404</b>
Income tax benefit/(expense)	-32	5	-7
(Loss)/Profit for the year from continuing operations	221	-132	398
Loss for the year from discontinued operations	-6	-1	4
<b>(Loss)/Profit for the year</b>	<b>215</b>	<b>-133</b>	<b>393</b>

Додаток В  
Звіт про рух грошових коштів компанії МХП

	2019	2020	2021
<b>Operating activities</b>			
(Loss)/Profit before tax	253	-137	404
Loss before tax from discontinued operations	-6	-1	-4
Non-cash adjustments to reconcile profit before tax to net cash flows			
Depreciation and amortization expense	206	192	193
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	40	-31	-185
Change in allowance for unrecoverable amounts and direct write-offs	4	17	-4
Loss on impairment of property, plant and equipment	6	2	11
Loss on disposal of property, plant and equipment and other non-current assets	1	0	6
Finance income	-8	-14	-11
Finance costs	148	144	150
Released deferred income	-2	-2	0
Non-operating foreign exchange gain/(loss), net	-185	204	-45
Operating cash flows before movements in working capital	456	375	521
Working capital adjustments			
Change in inventories	126	-56	-119
Change in biological assets	20	-19	-23
Change in agricultural produce	8	-37	-66
Change in prepayments made	11	-4	-30
Change in other financial current assets	-4	2	-8
Change in taxes recoverable and prepaid	22	-32	-12
Change in trade accounts receivable	-19	-4	-40
Change in advances received	24	-37	31
Change in other financial current liabilities	-33	29	3
Change in trade accounts payable	37	6	18
Cash generated by operations	648	221	276
Interest received	8	10	10
Interest paid	-143	-145	-148
Income taxes paid	-12	-15	-13
Net cash flows from operating activities	502	71	125

## Продовження додатку В

**Investing activities**

Purchases of property, plant and equipment	-112	-73	-140
Purchases of other non-current assets	-1	-6	-15
Proceeds from disposals of property, plant and equipment	2	4	5
Proceeds from disposals of assets held for sale	-	3	3
Purchases of non-current biological assets	0	-1	-1
Acquisition of subsidiaries, net of cash acquired	-	-	-2
Government grants received	13	2	0
Prepayments and capitalized initial direct costs under lease contracts	-9	-7	-10
Investments in short-term deposits	-	-2	-6
Withdrawals of short-term deposits	-	0	0
Loans provided to employees, net	-3	-2	-2
Loans and finance aid provided to related parties	-28	-57	-4
Loans and finance aid repaid by related parties	10	10	71
Net cash flows used in investing activities	-333	-129	-100

**Financing activities**

Proceeds from bank borrowings	214	113	330
Repayment of bank borrowings	-406	-118	-203
Proceeds from bonds issued	350	-	-
Repayment of bonds	-79	-	-
Repayment of lease liabilities	-16	-16	-21
Dividends paid	-80	-30	-60
Dividends paid by subsidiaries to non-controlling shareholders	-5	-1	-10
Acquisition of non-controlling interest	-20	-	-
Transaction costs related to corporate bonds issued	-5	-	-
Transaction costs related to bank loans received	-1	-	-
Net cash flows used in financing activities	-48	-52	35
Net (decrease)/increase in cash and cash equivalents	121	-110	60
Net foreign exchange difference on cash and cash equivalents	8	-14	-2
Cash and cash equivalents at 1 January	212	341	218
Cash and cash equivalents at 31 December	341	218	275