

Оценка потенциала отечественного агробизнеса на рынке минеральных удобрений

© 2013 Григель Максим Александрович

Всероссийский институт аграрных проблем и информатики им. А.А. Никонова

Российской академии сельскохозяйственных наук

E-mail: mgrigel@gmail.com

Российские компании имеют хорошие конкурентные преимущества на рынке производства минеральных удобрений. Однако потенциал их роста зависит от расширения внутреннего спроса отечественных сельхозпроизводителей.

Ключевые слова: рынок минеральных удобрений, конкурентные преимущества, факторы роста спроса на минеральные удобрения.

В недавно опубликованном докладе ОЭСР „Economic Policy Reforms 2013: Going for Growth” отмечается: “К главным задачам, стоящим перед Россией, относятся снижение барьеров для инвестиций, уменьшение роли государства в экономике, а также борьба с коррупцией”¹.

Рост инвестиций в таком сложном комплексе, как агропромышленный, не в последнюю очередь зависит от стимулирования спроса сельхозпроизводителей на основные производственные ресурсы, от которых, в свою очередь, в значительной степени зависит производительность труда в сельском хозяйстве. Прежде всего, это относится к оборотным средствам – удобрениям, химикатам, топливу, ветеринарным препаратам и др. Так, в странах ОЭСР начиная с конца 1950-х гг. применение минеральных удобрений только за 15 лет выросло в 2 раза, при этом азотных – на 150 %².

Потенциал роста внутреннего рынка дает возможность говорить о большем потенциале роста рыночной капитализации российских компаний по сравнению с западными аналогами. В качестве примера приведем анализ атлантов российской отрасли производства минеральных удобрений и средств защиты растений: Акрона, Фосагро и Уралкалия. По уровню рентабельности EBITDA*, рассчитываемой как отношение между выручкой компании и аналитическим показателем EBITDA, отражающим прибыльность продаж до вычета процентов по кредитам, налогов и амортизации, российские производители минеральных удобрений выигрывают у зарубежных аналогов. Так, в 2011 г. средний показатель рентабельности EBITDA российских производителей составил 41 % (самый низкий показатель у ОАО “Акрон” – 31 %, самый высокий – у

ОАО “Уралкалий” – 60 %), в то время как у западных аналогов он составил 30 % (самый низкий показатель у Yara – 17 %, самый высокий у Potashcorp – 53 %)³. В 2012 г. разрыв между российскими и западными производителями остался примерно на том же уровне (39 и 29 %, соответственно). Многие компании производят как азотные, так и фосфорные и калийные удобрения. Это отчасти нивелирует влияние таких факторов, как низкая цена на природный газ в России (средние цены на газ для промышленности за 2012 г. в РФ составляли 3051 руб./тыс. м³, в США 3365 руб./тыс. м³, в Европе – 15 844 руб./тыс. м³)⁴, который в меньшей степени влияет на себестоимость производства калийных удобрений, чем на себестоимость азотных и фосфорных*.

По нашим расчетам, при оценке чистой приведенной стоимости компании по модели средневзвешенных затрат на привлечение капитала можно говорить о потенциальной возможности роста стоимости акций Акрона на 44 %, Фосагро – на 86 %, а Уралкалия – на 34 %, при том, что средний потенциал роста стоимости зарубежных аналогов составляет 3 %⁵.

Для определения чистой приведенной стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков необходимо определить ставку дисконтирования, которая используется для пересчета будущих денежных потоков в единую величину их текущей стоимости. В экономическом смысле под ставкой дисконтирования подразумевается требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования. Если рассматривать ставку дисконтирования со стороны

* EBITDA (Earnings before interest tax depreciation and amortization) – операционная прибыль компании до вычета расходов по уплате налогов, процентов и начисленной амортизации.

* Так как при производстве азотных и фосфорных удобрений природный газ является сырьем для аммиака, который потом используется при производстве конечных видов минеральных удобрений – аммофоса и диаммонийфосфата в фосфорной печке, карбамида и аммиачной селитры – в азотной.

предприятия как самостоятельного юридического лица, то ее можно определить как стоимость привлечения капитала из различных источников финансирования, которая должна включать три фактора. Первый - наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации. Второй - необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени. Третий - учет фактора риска.

По модели средневзвешенных затрат на привлечение капитала ставка дисконтирования определяется по формуле⁶

$WACC = Re \cdot (E/D + E) + Rd \cdot (1 - Tc) \cdot (D/D + E)$,
где Re - стоимость привлечения акционерного ка-

питала;

$(Equity / Debt + Equity)$ - доля акционерного ка-

питала;

Rd - стоимость привлечения заемного капитала;

$(Debt / Debt + Equity)$ - доля заемного капитала;

Tc - ставка налога на прибыль компании.

Ставка, отражающая стоимость привлечения акционерного капитала, использованная в анализе, определена на основании модели арбитражного ценообразования (АРМ).

Модель арбитражного ценообразования строится на предпосылке о том, что две инвестиции с одинаковым уровнем рискованности должны быть оценены одинаково, чтобы приносить одинаковый уровень доходности. Или, другими словами, если два портфеля акций имеют одинаковый уровень рискованности, но имеют разный уровень доходности, инвестор скорее купит портфель с более высоким уровнем ожидаемой доходности и скорее продаст портфель с более низким уровнем доходности.

Как и модель оценки доходности активов (САРМ), модель арбитражного ценообразования разбивает риск на две составляющие. Первая составляющая - специализированный риск самой компании, в котором отражается специфическая информация по самой компании. Вторая часть - рыночный риск, который влияет на все инвестиции в целом; включает непредвиденные изменения в ряде макроэкономических переменных, в том числе ВВП, инфляцию, процентные ставки. Если ввести вышеперечисленные факторы в модель, то получается уравнение:

$$R = E(R) + m + \varepsilon,$$

где m - это рыночный компонент риска;

ε - специализированный риск самой компании.

Для оценки рыночного компонента риска АРМ измеряет чувствительность инвестиций к различным источникам риска с помощью фактора бета (β). Коэффициент β является средством количественного измерения систематичес-

кого риска и определяется функцией соотношения между доходом на конкретную ценную бумагу и уровнем рыночного дохода. В качестве рыночного дохода принимается средний уровень дохода по акциям, который составляет рыночный индекс. В целом, β - это ковариация ставки дохода на данную ценную бумагу с рыночной ставкой дохода. Тот факт, что коэффициент β всего портфеля - это средневзвешенное среднее β различных активов в портфеле, дает возможность утверждать, что ожидаемая доходность портфеля линейно зависит от коэффициента β . Исходя из вышеперечисленных предпосылок, можно оценить уровень риска для собственных средств компании.

Коэффициент β рассчитывается по следующей формуле:

$$r = \mu (1 + (1 - t) \cdot D/E),$$

где r (*levered*) - коэффициент бета с учетом финансового рычага оцениваемой компании;

μ - среднее значение для коэффициентов бета компаний-аналогов;

t - ставка налога на прибыль оцениваемой компании;

D/E ($Debt/Equity$ - долговые обязательства/собственный капитал компании) - структура капитала оцениваемой компании.

Рассмотрим оценку коэффициента β на примере компании "Акрон". Среднее значение коэффициента μ для 145 публичных компаний-аналогов сегмента "Fertilizers and Agricultural Chemicals"⁷ составляет 0,72. Средневзвешенная ставка налога на прибыль составляет 20,3 %, соотношение D/E - 53 %. Расчетный коэффициент β составляет 1,03.

На основании коэффициента β можно рассчитать стоимость привлеченного акционерного капитала по следующей формуле:

$$E(R) = Rf + \beta (E(Rm) - Rf),$$

где Rf - безрисковая ставка дохода;

$E(Rm)$ - ожидаемый уровень доходности портфеля;

β - бета.

При этом АРМ требует оценки каждого из факторов, влияющих на β , которые оцениваются на основании исторических данных и факторного анализа.

Под безрисковой понимается ставка, по которой привлекают средства наиболее надежные заемщики в условиях конкретной страны. Для Акрона использована доходность по еврооблигациям Минфина РФ, которая на конец 2012 г. составила 6,12 %.

Рыночная премия за риск содержит нескольких составляющих:

- премия на основании превышения доходности публичных компаний над доходностью долгосрочных казначейских обязательств правительства США (поскольку по РФ данная статистика отсутствует);

- премия за риск инвестирования в компанию с небольшой капитализацией (так как при вложении в небольшую компанию инвесторы требуют большую компенсацию за риск);

- премия за риск инвестирования в оцениваемую компанию (специфический риск, учитывающий рост активности основных конкурентов, перебои с поставками сырья, изменение стоимости сырья, нестабильность цен на готовую продукцию).

Исходя из приведенных предпосылок премия за риск для Акрона составит 9,43 %, а стоимость привлеченного акционерного капитала - 12,6 %.

При оценке компании "Акрон" в качестве рыночной ставки привлеченного заемного капитала R_d выбрана ставка по долгосрочным кредитам, предоставленным нефинансовым организациям, в долларах свыше 1 года. Среднерыночная ставка процента по состоянию на конец 2012 г. составляет 7,5 %.

С учетом долей собственного и заемного капитала (на конец 2012 г. 47 и 53 %, соответственно) средневзвешенная стоимость капитала составляет 10,8 %. Теперь можно рассчитать чистую приведенную стоимость компании "Акрон" методом дисконтированных денежных потоков (см. таблицу).

ночной стоимости собственного капитала компании к количеству обыкновенных бездокументарных акций), что в процентном отношении составляет 44 %.

С учетом роста внутреннего рынка российские производители могут значительно увеличить размеры собственной капитализации, а также привлекательность для инвесторов.

В условиях непрерывного роста цен на сырьевые и энергоресурсы, а также необходимости следовать изменениям на динамичном и постоянно развивающемся рынке минеральных удобрений инвестиции становятся основным фактором повышения конкурентоспособности и доходности предприятий - производителей минеральных удобрений. Осознавая это, компании и предприятия ежегодно инвестируют значительные средства в строительство новых, реконструкцию и модернизацию действующих производств, расширение ассортимента выпускаемой продукции, внедрение современного оборудования и автоматизированных систем управления технологическими процессами.

Основными направлениями инвестиционно-го развития российских компаний, с нашей точки зрения, могут быть:

1. Развитие и техническое обновление предприятий горнохимического комплекса (фосфатного, калийного) как на стадии добычи, так и на стадии обогащения. Примером этого процесса является компания "Акрон", которая начала разработку месторождений апатит-нефелиновых руд "Олений ручей" и "Партомчорр" с совокупными

Оценка стоимости компании "Акрон" (2011-2020 гг.)

Источник. Рассчитано автором на основании отчета компании.

На 31 декабря 2012 г. компанией "Акрон" было выпущено 40,5 млн обыкновенных бездокументарных акций, стоимость одной акции составляла 47,3 долл. за 1 акцию. Из расчетов видно, что компания имеет потенциал роста стоимости в размере 68,2 долл. за акцию (отношение ры-

ресурсами по JORC* около 77,1 млн т. В 2012 г. на месторождении "Олений ручей" была запущена первая очередь горно-обогажительного комбината мощностью 1 млн т. К 2017 г. планируется

* Joint Ore Reserves Committee - Объединенный комитет по запасам.

довести мощность ГОК до 2 млн т. Также компания имеет лицензию на разработку Талицкого участка Верхнекамского месторождения калийно-магниевых солей, ресурсы по JORC которого составляют 157,3 млн т хлористого калия. Начало строительства фабрики запланировано на 2013 г., начало производства - на 2016-й, выход на проектную мощность в 2 млн т - на 2018 г.

2. Переход на современные ресурсосберегающие технологии производства крупнотоннажных продуктов - аммиака, серной и фосфорной кислот с проведением коренной реконструкции производств или строительством новых мощностей.

Например, на заводе "Акрон" в Великом Новгороде запланировано строительство самого крупного на территории РФ агрегата аммиака мощностью 700 тыс. т в год. В соответствии с проектом расход природного газа на новом агрегате составит всего 916 м³ на 1 т, что сопоставимо с лучшими европейскими аналогами. Инвестиции в проект составят порядка 400 млн долл. США. На предприятии "ФосАгро - Череповец" в 2007 г. была введена в эксплуатацию третья сернокислотная установка мощностью 620 тыс. т/год, которая заменила морально и физически устаревшие установки по производству серной кислоты на серном колчедане малой единичной мощности.

Аналогичным путем действовало и входящее в МХК "Еврохим" ООО ПГ "Фосфорит".

На построенной на этом предприятии сернокислотной системе мощностью 720 тыс. т/год проведена модернизация и увеличена производственная мощность до 1,1 млн т/год, по аналогии с литовским предприятием ОАО "Lifosa", также входящим в МХК "Еврохим", на котором ранее были проведены подобные реконструкция и модернизация, стоившие 23 млн долл.

3. Снижение негативного воздействия на окружающую среду за счет увеличения мощностей производства, усиления аппаратурной схемы очистки отходящих газов, сокращения забора свежей воды за счет применения современных способов водоподготовки и водоочистки.

4. Расширение номенклатуры выпускаемой продукции, востребованной на внутреннем и внешнем рынках.

Среди проектов в данном направлении необходимо отметить следующие:

- Организация производства на Балаковских минеральных удобрениях (Фосагро) NPK-удобрений, ориентированных целиком на внутренний российский рынок.
- Дальнейшее расширение производства DAP 18-46 в ООО "Еврохим - Белореченские минеральные удобрения".
- Перевод одного из цехов Новомосковского азота (Еврохим) на производство известково-аммиачной селитры.
- Организация нового производства карбамида и аммиака 330 и 400 тыс. т/год, соответ-

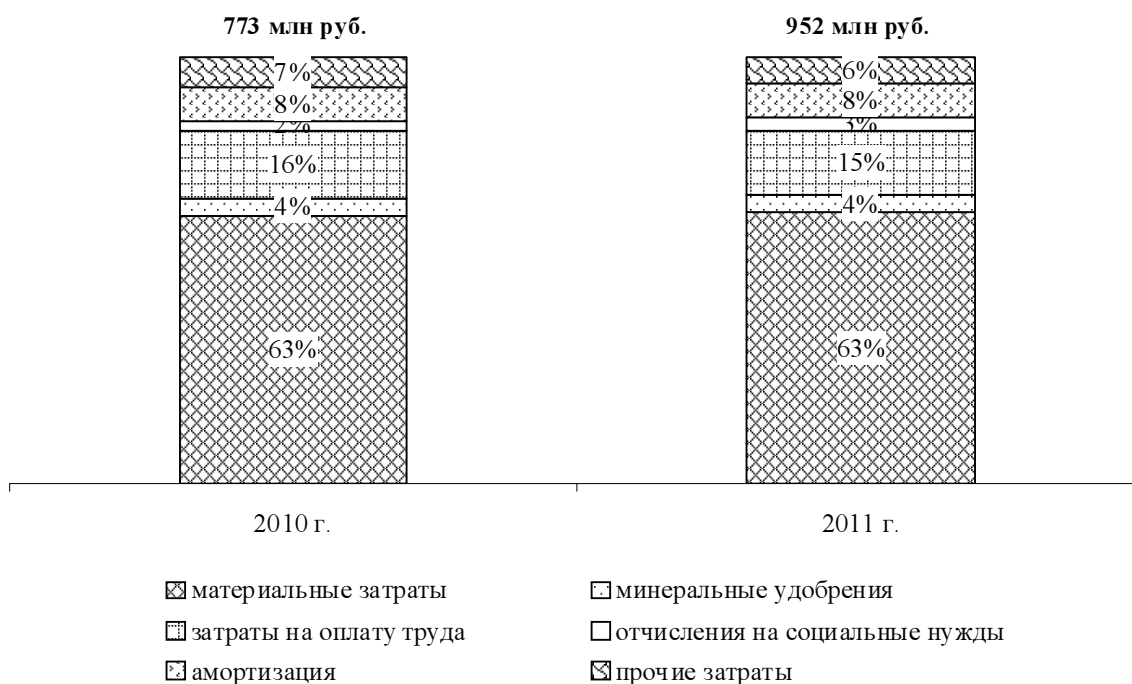


Рис. Структура затрат производителей сельхозпродукции

Источник. Подготовлено автором на основе отчетов балансов сельскохозяйственных организаций, данные Минсельхоза России.

ственно, на Дорогобуж (Акрон) на базе демонтированного в Италии предприятия постройки 70-х гг. прошлого века. Срок окончания строительства - конец 2012 г. Также в ОАО "Акрон" в цехе аммиачной воды, жидкой углекислоты, наполнения баллонов идут работы по строительству новой установки получения КАС мощностью до 500 тыс. т/год.

При грамотной поддержке российских производителей сельхозпродукции существует возможность повышения потребления минеральных удобрений в РФ, поэтому в связи с действиями по обновлению производственных мощностей, расширению линейки продукции и вертикальной интеграции производители минеральных удобрений будут готовы к росту спроса. На текущий момент минеральные удобрения не занимают большой доли в затратах сельхозпроизводителей (см. рисунок).

Существует возможность довести уровень внесения минеральных удобрений до европейского. Однако государству необходимо усовершенствовать систему дотаций производителям сельхозпродукции.

Реализация Государственной программы развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и

продовольствия на 2013-2020 гг. обеспечит динамичную базу роста для поставок средств химизации российскими производителями на внутренний рынок. Поэтому компании, рассматривающие ориентацию на внутренний рынок как стратегическое направление развития и реализующие программы увеличения поставок и расширения материальной базы в регионах потребления, имеют большие перспективы.

¹ Реформы экономической политики в 2013: стремление к росту / OECD Publishing. 2013. URL: www.oecd.org/publications.

² Рынок покупательных ресурсов в российском сельском хозяйстве / Е.В. Серова [и др.]. М., 2005. С. 195.

³ Рассчитано автором на основании годовых отчетов компаний за 2011-2012 гг. Среди компаний для анализа взяты: Акрон, Еврхим, Фосагро, Уралхим, Уралкалий, Yara, Potashcorp, Mosaic, K+S, IsraelChemicals.

⁴ ФСТ, Energy Information Administration, Eurostat (EU, средние по 27 странам).

⁵ Рассчитано автором на основании корпоративной отчетности.

⁶ Сайт А. Дамодарана. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

⁷ Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second Ed. John Wiley and Sons, Inc., 2002.

Поступила в редакцию 01.02.2013 г.