

Ն.Հ. ԽԱԼԱԹՅԱՆ, Ա.Մ. ՄՈՎՍԵՍՅԱՆ, Կ.Հ. ԱՐԱԲՅԱՆ

**ՎԵՐԱԿԱՆԳՆՎՈՂ ԷՆԵՐԳԵՏԻԿԱՅԻ ԸՆԿԵՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ
ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ԲԱԶՄԱՊԱՏԿԻՉՆԵՐԻ ՄԻՋՈՑՈՎ**

Վերլուծվում են վերականգնվող էներգետիկայի գնահատման շուկայական մեթոդը, հիմնական փուլերը, օգտագործվող տվյալները, մեթոդի առավելություններն ու թերությունները և կիրառման սահմանափակումները: Մեթոդի վերլուծությունն իրականացվել է ՀՀ-ում գործող (ՎԷ) միակ ցուցակված ընկերության ֆինանսական և բորսային տվյալների վերլուծության հիման վրա:

Առանցքային բաներ. վերականգնվող էներգետիկա, ընկերության արժեք, գնահատում, բազմապատկիչներ:

Վերականգնվող էներգետիկայի (ՎԷ) ընկերությունների գնահատման պահանջն առաջանում է ներդրումային գործունեության տարբեր փուլերում, օրինակ՝ նոր ծրագրի (կայանի) կառուցման, գործող կայանների գնման, այլ կայանների հետ միաձուլման կամ վերազինման դեպքերում, ինչպես նաև ընկերությունների շուկայական գնի որոշման համար: Գնահատման անհրաժեշտություն է առաջանում նաև շահագործման ընթացքում, օրինակ՝ ֆինանսական կամ հարկային հաշվետվությունների պատրաստման համար: Ներդրումային վերլուծաբանները հիմնվում են գնահատման երեք ընդունված մեթոդաբանությունների վրա՝ եկամտային, ծախսային և շուկայական [1]:

1. Եկամտային մեթոդը գնահատում է ընկերությունը՝ հիմնվելով այդ ընկերության կողմից ստեղծվող տնտեսական օգուտների կամ եկամուտների վրա: Այս մեթոդը առավել տարածված և նախընտրելի է, եթե առկա են հավաստի տվյալներ ապագա ներդրումների, եկամուտների և ծախսերի վերաբերյալ:

2. Ծախսային մեթոդը գնահատում է ընկերության արժեքը նմանատիպ ակտիվ ստեղծելու համար անհրաժեշտ ծախսերի կամ ներդրումների հիման վրա:

3. Շուկայական մեթոդը գնահատում է ակտիվի արժեքը՝ հիմք ընդունելով նմանատիպ ընկերությունների բաժնետոմսերի գնման կամ վաճառքի ցուցանիշները: Այս մեթոդը առավել կիրառելի է զարգացած ֆոնդային շուկա ունեցող երկրներում, որտեղ կան բավարար քանակով ցուցակված ընկերություններ և որոնց բաժնետոմսերի առքուվաճառքի գործարքների վերլուծությունը թույլ է տալիս գնահատել նմանատիպ ակտիվների արժեքը:

Հայաստանում առավել տարածված են առաջին և երկրորդ մեթոդներ, իսկ ֆոնդային շուկայի զարգացման ներկա մակարդակը թույլ չի տալիս կիրառել երրորդ մեթոդը: Սակայն ՀՀ կառավարության կողմից իրականացվող բա-

րեփոխումները, ինչպես նաև ՀՀ ֆոնդային շուկայի սեփականաշնորհումը Վարչապետի ֆոնդային բորսայի կողմից թույլ է տալիս ենթադրել, որ մոտ ապագայում կաճի ցուցակված ընկերությունների քանակը, և հետևաբար՝ կաճի նաև երրորդ մեթոդի կիրառման արդիականությունը:

Ինչպես արդեն նշվել է, ՎԷ գնահատման համար առավել տարածված է եկամտային կամ դիսկոնտավորված դրամական միջոցների մեթոդը: Սակայն այս մեթոդն ունի որոշակի սահմանափակումներ և բարդություններ, որոնց առկայության դեպքում անհրաժեշտություն է առաջանում օգտագործել որպես այլընտրանք շուկայական մեթոդը, որը կարող է կիրառվել ինչպես առանձին, այդպես էլ ի լրումն եկամտային մեթոդի՝ ստացված արդյունքները ստուգելու և հաստատելու համար:

Եկամտային մեթոդի կիրառման հիմնական սահմանափակումներն են՝ եկամուտների կանխատեսման հետ կապված բարդությունները, հատկապես ազատական էներգետիկ շուկաներում աշխատող կայանների համար, որոնց դեպքում բացակայում են հաստատված սակագները, կապիտալ ներդրումների հետ կապված անորոշությունները, ինչպես նաև ընկերությունների գործունեության հետ կապված ռիսկերն արտացոլող ճշգրիտ դիսկոնտավորման տոկոսադրույքների ընտրությունը:

Նման դեպքերում օգտակար է կիրառել այլընտրանքային գնահատման մեթոդը, որը թույլ կտա եկամտային մեթոդով համեմատել ստացված արդյունքները և եզրակացություն կազմել գնահատման ճշգրտության վերաբերյալ [1]:

Շուկայական մեթոդի կիրառման համար օգտագործվում են երկու տեսակ բազմապատկիչներ [2]՝

1. Սեփական կապիտալի բազմապատկիչներ.

Այս բազմապատկիչները կիրառվում են հիմնականում այն դեպքերում, երբ ներդրողը պլանավորում է գնել ընկերությունում ոչ վերահսկելի բաժնեմաս:

Ստորև բերված են սեփական կապիտալի հիմնական բազմապատկիչները.

- Գին/շահույթ (Price/Earning, P/E) հարաբերակցությունը առավել հաճախ օգտագործվող սեփական կապիտալի բազմապատկիչ է, հաշվարկվում է որպես մեկ բաժնետոմսի գնի հարաբերակցություն մեկ բաժնետոմսին հասանելի շահույթին:

- Գին/բալանսային արժեքը (Price/Assets, P/A) հաշվարկվում է որպես բաժնետոմսի գնի հարաբերակցությունը ընկերության հիմնական միջոցների հաշվեկշռային արժեքին:

- Գին/վաճառքը (Price/Sales) օգտագործվում է վնասներ կրող ընկերությունների դեպքում. հաշվարկվում է որպես բաժնետոմսի գնի և վաճառքի (եկամտի) հարաբերակցությունը մեկ բաժնետոմսի համար:

2. Ընկերության ընդհանուր արժեքի բազմապատկիչներ.

Ընկերության ընդհանուր արժեքի (Enterprise value, EV) բազմապատկիչների կիրառումը ավելի հարմար է ամբողջ ընկերության գնահատման դեպքում, քանի որ դրանք անտեսում են վարկերի ազդեցությունը ֆինանսական արդյունքների վրա:

Ստորև բերված են ընկերության ընդհանուր արժեքի բազմապատկիչները.

- Ընկերության արժեք/հասույթը (EV/Sales) հաշվարկվում է որպես ընկերության արժեքի հարաբերակցությունը վաճառքին կամ հասույթին: Ընկերության արժեքը հավասար է բաժնետոմսերի ընդհանուր արժեքի և վարկի գումարին:

- Ընկերության արժեք/շահույթը նախքան մաշվածության, տոկոսի և շահութահարկի նվազեցումն է (EBITDA earnings before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization):

Վե ղորտում շուկայական գնահատման համար առավել տարածված բազմապատկիչն է EV/EBITDA-ն: EV/EBITDA համեմատում է ընկերության արժեքը ընկերության շահույթ հարաբերությունը մինչև մաշվածություն, տոկոսներ և հարկեր:

EV/EBITDA հարաբերակցությունն օգտագործվում է բիզնեսի ամբողջ արժեքը, այսինքն՝ սեփական կապիտալը և վարկի գումարային արժեքը համեմատելու համար EBITDA-ի այն գումարի հետ, որը նա վաստակում է տարեկան կտրվածքով:

ՀՀ-ում գործող ՎԷ ընկերությունների գնահատումը շուկայական մեթոդով և համեմատումը զարգացած երկրների հետ: Ներկայումս ՀՀ ֆոնդային բորսայում ցուցակված է միայն մեկ ՎԷ ընկերություն՝ «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ: Ստորև՝ աղ.1-ում, բերված են «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ հիմնական ֆինանսական ցուցանիշները 2017-2019 թթ. համար [3]:

Աղյուսակ 1

Արցախ ՀԷԿ ԲԲԸ-ի ամփոփ ֆինանսական արդյունքները

| Ֆինանսական ցուցանիշներ (ԱՄՆ դոլար) | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|------------|------------|------------|
| Հասույթ | 7,135,000 | 7,506,000 | 7,275,460 |
| Ինքնարժեք | -1,758,000 | -1,822,000 | -2,197,000 |
| Համախառն շահույթ | 5,377,000 | 5,684,000 | 5,078,460 |
| EBITDA | 5,494,000 | 5,794,000 | 5,309,206 |
| EBITDA մարժա | 77% | 77% | 73% |
| Զուտ շահույթ | 3,327,000 | 3,511,000 | 2,268,619 |

Համաձայն ՀՀ ֆոնդային բորսայի (www.amx.am) հրապարակած տվյալների՝ «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի բաժնետոմսերը ուսումնասիրվող ժամակակահատվածում վաճառվել են 1000-1200 ՀՀ դրամ/բաժնետոմս գնային միջակայքում: «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն այդ ժամանակահատվածում տեղաբաշխել էր 10,650,000 բաժնետոմս: Ընկերության արժեքը, որը հաշվարկվել է՝ հիմնվելով վերը բերված տվյալների հիման վրա, ուսումնասիրվող ժամանակահատվածի համար բերված է ստորև՝ աղ. 2-ում:

Աղյուսակ 2

Արցախ ՀԷԿ ԲԲԸ-ի շուկայական արժեքը 2017-2019 թթ.

| Շուկայական արժեք (ԱՄՆ դոլար) | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------|------------|------------|------------|
| Նվազագույն | 22,050,000 | 22,050,000 | 22,188,000 |
| Առավելագույն | 26,460,000 | 26,460,000 | 26,625,000 |

Հաշվի առնելով աղ. 1-ում բերված EBITDA-ի և աղ. 2-ում բերված ընկերության շուկայական արժեքները, կարող ենք հաշվել EV/EBITDA բազմապատկիչները 2017-2019թթ. համար և համեմատել նմանատիպ միջազգային ընկերությունների հետ (աղ.3):

Աղյուսակ 3

«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի EV/EBITDA բազմապատկիչի համեմատությունը միջազգային ցուցակված ընկերությունների հետ

| Բազմապատկիչներ | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------|-------|-------|-------|
| Նվազագույն | 4.0 | 3.8 | 4.2 |
| Առավելագույն | 4.8 | 4.6 | 5.0 |
| Միջազգային | 15.13 | 15.57 | 17.15 |

Վերը բերված վերլուծությունից կարող ենք կատարել երկու կարևոր եզրակացություն.

1. Նշված ժամանակահատվածում միջազգային շուկաներում վերականգնվող էներգետիկայի բազմապատկիչները անընդհատ աճել են, մինչդեռ «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի դեպում տատանվել են, ինչը կարող է բացատրվել ընկերության բարձր ռիսկայնության աճով, ինչպես նաև ֆոնդային շուկայի ցածր զարգացածությամբ:

2. «Արցախ ՀԷԿ-ի» բազմապատկիչները գրեթե 3 անգամ փոքր են նմանատիպ ցուցակված միջազգային ընկերությունների բազմապատկիչներից, ինչը կարող է բացատրվել հետևյալ պատճառներով.

- «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն գործում է Արցախի տարածքում և ցուցակված է ՀՀ ֆոնդային բորսայում, ինչը, բնականաբար, պետք է ունենա որոշակի ազդեցություն ընկերության գնահատման վրա ներդրողների կողմից:

- ՀՀ-ում ֆոնդային շուկան դեռ զարգացած չէ, չկան անհրաժեշտ քանակի գնորդներ և, ամենակարևորը, ցուցակված ընկերություններ, որպեսզի ստեղծվի բավարար քանակի առաջարկ, և գները հետևեն միջազգային միտումներին:

- Ընկերությունը բավարար ուշադրություն չի դարձրել ֆոնդային շուկայում իր բաժնետոմսերի գների վրա, ինչը հանգեցրել է ընկերության արժեթղթերի գների անկմանը:

Վերը բերված վերլուծությունը ցույց է տալիս շուկայական մեթոդի կարևորությունը: Այս մեթոդի կիրառումը թույլ է տալիս որոշել ընկերության արժեքը՝ հիմնվելով միջազգային շուկաներում առկա միտումների վրա, ինչպես նաև հասկանալ ընկերության գների տարբերությունների հիմնական պատճառները:

ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. **KPMG.** Renewable energy valuation in the global energy transition, 17th Edition of our International Valuation Newsletter, 2022, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/sk/pdf/2022/17th-edition-international-valuation-newsletter.pdf>
2. **Եղիազարյան Ա.Ս.** Բիզնեսի գնահատում. –Երևան: Հեղինակային հրատարակություն, 2019:
3. «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ, տարեկան ֆինանսական հաշվետվություններ, <http://artsakhhek.am/>

Н.А. ХАЛАТЯН, А.М. МОВСЕСЯН, К.А. АРАБЯН

ОЦЕНКА КОМПАНИЙ ВОЗОБНОВЛЯЕМОЙ ЭНЕРГЕТИКИ ПРИ ПОМОЩИ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

Анализируются метод рыночной оценки компаний, основные этапы, используемые данные, преимущества и недостатки метода и ограничения его применения. Анализ этого метода был проведен на основе изучения финансовых и биржевых данных единственной в РА компании, зарегистрированной на фондовой бирже.

Ключевые слова: возобновляемая энергетика, стоимость компании, оценка, мультипликаторы.

N.H. KHALATYAN, A.M. MOVSESYAN, K.A. ARABYAN

VALUATION OF RENEWABLE ENERGY COMPANIES WITH MULTIPLES

The market valuation method, the main stages, the variables used, the advantages and disadvantages of the method and the limitations of its application are analyzed. The analysis of this method was carried out on the basis of the analysis of financial and stock data of the only RE listed company operating in Armenia.

Keywords: renewable energy, valuation, enterprise value, multiples.