

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ
КАФЕДРА ФІНАНСІВ

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

на тему:

ПРОГНОЗУВАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ

Студентки 2-го курсу заочної форми навчання
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа
та страхування»
освітньо-професійної програми
«Корпоративні фінанси»
Ткачик Оксани Данилівни

Науковий керівник:
кандидат економічних наук, доцент
Носова Євгенія Анатоліївна

Засвідчую, що в цій дипломній
роботі немає запозичень із праць
інших авторів без відповідних посилань

Студентка _____

Робота допущена до захисту в Екзаменаційній комісії рішенням кафедри
фінансів від «16» травня 2023 р., протокол № 10.

Завідувач кафедри фінансів,
доктор економічних наук, професор
Лютий Ігор Олексійович _____

Київ – 2023

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ	6
1.1 Сутність оцінки вартості корпорації	6
1.2 Ключові підходи до оцінки вартості корпорації	9
1.3 Методи прогнозування вартості корпорації	16
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ВАРТОСТІ KERNEL HOLDING S.A.	20
2.1 Характеристика фінансово-економічної діяльності Kernel Holding S.A.	20
2.2 Оцінка зовнішнього та внутрішнього середовища Kernel Holding S.A. інструментами SWOT та PESTEL аналізу	22
2.3 Оцінка вартості Kernel Holding S.A.	27
РОЗДІЛ 3. ПРОГНОЗУВАННЯ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ ЗА СУЧАСНИХ УМОВ	42
3.1 Прогнозування вартості Kernel Holding S.A.	42
3.2 Доцільність прогнозування вартості корпорації за умов нестабільного макроекономічного середовища	50
ВИСНОВКИ	53
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	58
ДОДАТКИ	65

ВСТУП

Актуальність дослідження обумовлена тим, що оцінка та прогнозування вартості корпорацій є важливим компонентом фінансових відносин підприємств та реалізує інтереси учасників ринкових відносин. Оцінка та прогнозування ринкової вартості дозволяє інвесторам та аналітикам приймати рішення про вкладення коштів у корпорації, диверсифікувати свої інвестиції та оцінити ризики. Менеджерам корпорацій це дозволяє визначати стратегію розвитку, залучати фінансування та приймати рішення щодо продажу частини бізнесу.

Оцінка ринкової вартості також дозволяє виявляти потенційні ризики та проблеми, пов'язані з фінансовим станом корпорації, що може допомогти уникнути можливих фінансових проблем в майбутньому. Нестабільність макроекономічного середовища є тим фактором, що посилює необхідність вибору найбільш точного та ефективного методу оцінки вартості бізнесу. Станом на сьогодні залишається невирішеним питання прогнозування вартості вітчизняних підприємств в умовах повномасштабної війни росії проти України, макроекономічних та фіскальних ризиків.

Теоретичною основою дослідження є праці вчених і практиків на тему оцінки та прогнозування вартості бізнесу. Серед них такі вітчизняні вчені, як Е.А. Божко, В.Н. Гавва, Г.Я. Глинська, О.Б. Мних, О.Г. Мендрул, Є.А. Носова і такі закордонні вчені, як С. О'Бурн, А. Дамодаран, Т. Коллер, Т. Коупленд, Н. Леєпс, К. Мерсер, Дж. Муррін, М. Скотт, Т. Хармс, А. Холлер, Д. Янг.

В фаховій літературі, використаній для даного дослідження, достатньо висвітлено поняття оцінки вартості корпорації. Численні дослідження вчені проводили на тему теоретичних та методологічних проблем оцінки вартості корпорації та огляду власне методів визначення вартості. Недостатньо досліджено питання оцінки та прогнозування вартості вітчизняних підприємств в умовах воєнного часу. В даному дослідженні вперше одержано рекомендації щодо оцінки і прогнозування вартості бізнесу за кризових явищ та висвітлено доцільність такого прогнозування. Практичне значення одержаних результатів

полягає в можливості застосування запропонованого прогностичного підходу (методологічної основи та економіко-математичної моделі) для оцінки і прогнозування вартості корпорацій в умовах кризових явищ.

Метою кваліфікаційної роботи магістра є дослідження теоретико-методичних засад оцінки і прогнозування вартості корпорації та проведення фактичних розрахунків на прикладі конкретного суб'єкта господарювання.

Відповідно до мети перед роботою поставлені наступні *завдання*:

- визначити сутність оцінки вартості корпорацій;
- розглянути підходи до оцінки та методи прогнозування вартості корпорації;
- проаналізувати фінансово-господарську діяльність компанії Kernel Holding S.A.;
- провести SWOT та PESTEL аналіз досліджуваної корпорації;
- оцінити вартість Kernel Holding S.A. за трьома ключовими підходами;
- спрогнозувати вартість Kernel Holding S.A.;
- розглянути основні проблеми оцінки вартості корпорації та визначити доцільність прогнозування за поточних умов.

Об'єктом дослідження є вартість корпорацій та підходи до її визначення.

Предметом дослідження є визначення теперішньої вартості корпорації "Kernel Holding S.A." та прогнозування її величини.

В ході дослідження використовувались такі *методи наукового пізнання*: метод абстрагування для відокремлення найбільш суттєвих параметрів оцінки корпорації, метод синтезу та аналізу в частині вивчення специфіки досліджуваної корпорації і формування напрямів зростання його вартості, математичні та графічні методи для встановлення вартості корпорації на даний момент і метод моделювання для прогнозування вартості у перспективі.

У роботі розглянуто моделі оцінки та прогнозування ринкової вартості корпорацій та запропоновано уніфікований підхід з урахуванням складності оцінки вітчизняних підприємств під час воєнного стану.

Інформаційною базою дослідження є оприлюднені в періодичних виданнях наукові публікації вітчизняних і зарубіжних вчених, фінансові звіти компанії за останні 10 років, інформація, оприлюднена на офіційному сайті досліджуваної компанії, дані Міністерства аграрної політики України, дані про біржові котирування на інтернет-платформах.

Кваліфікаційна робота магістра складається зі вступу, трьох розділів та висновків і налічує 4 табл., 9 рис., 7 додатків, 51 позицію використаних джерел. Матеріал викладено на 71-й сторінці.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ

1.1 Сутність оцінки вартості корпорації

З фінансової точки зору вартість корпорації – це сукупна характеристика фінансових показників діяльності корпорації, що уособлює поточну вартість майбутніх вигод від володіння корпорацією, з урахуванням усіх джерел фінансування. Існує кілька видів вартості корпорацій, кожний з яких має свою власну мету та застосування. Класифікація видів вартості відповідно до Національного Стандарту №1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав" є наступною:

- поточна вартість – вартість, приведена у відповідність із цінами на дату оцінки шляхом дисконтування або використання фактичних цін на дату оцінки;
- ринкова вартість – вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу;
- ліквідаційна вартість – вартість, яка може бути отримана за умови продажу об'єкта оцінки у строк, що є значно коротшим від строку експозиції подібного майна, протягом якого воно може бути продане за ціною, яка дорівнює ринковій вартості;
- вартість заміщення – визначена на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) нового об'єкта, подібного до об'єкта оцінки, який може бути йому рівноцінною заміною;
- вартість відтворення – визначена на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) в сучасних умовах нового об'єкта, який є ідентичним об'єкту оцінки;

- залишкова вартість заміщення (відтворення) – вартість заміщення (відтворення) об'єкта оцінки за вирахуванням усіх видів зносу (для нерухомого майна – з урахуванням ринкової вартості земельної ділянки при її існуючому використанні прав, пов'язаних із земельною ділянкою);
- вартість ліквідації – вартість, яку очікується отримати за об'єкт оцінки, що вичерпав корисність відповідно до своїх первісних функцій;
- спеціальна вартість – сума ринкової вартості та надбавки до неї, яка формується за наявності нетипової мотивації чи особливої заінтересованості потенційного покупця (користувача) в об'єкті оцінки;
- інвестиційна вартість – вартість, визначена з урахуванням конкретних умов, вимог та мети інвестування в об'єкт оцінки;
- вартість у використанні – вартість, яка розраховується виходячи із сучасних умов використання об'єкта оцінки і може не відповідати його найбільш ефективному використанню;
- оціночна вартість – вартість, яка визначається за встановленими алгоритмом та складом вихідних даних [21].

В дослідженні застосовано такі види вартості, як ринкова (вартість на основі ринкової ціни акцій компанії), балансова (різниця між сукупними активами компанії та її зобов'язаннями), внутрішня (вартість, що визначається на основі потенційної здатності компанії генерувати прибуток в майбутньому), оціночна вартість (вартість активу розрахована одним із методів оцінки).

Суть оцінки вартості корпорації полягає у визначенні економічної цінності бізнесу. Це важливий крок у розумінні фінансової стійкості та потенціалу компанії, який використовується для прийняття обґрунтованих рішень, пов'язаних з інвестиціями, фінансуванням та стратегічним плануванням. Метою оцінки вартості корпорації є отримання справедливої та точної оцінки вартості бізнесу з урахуванням його активів, зобов'язань, прибутків, перспектив зростання та ринкових умов. Забезпечуючи комплексне розуміння фінансового

стану бізнесу, оцінка вартості корпорації дає змогу приймати кращі рішення та сприяє досягненню довгострокового успіху.

Залежно від мети оцінки та специфіки оцінюваної корпорації, існує два основні підходи: оцінка корпорації як єдиного цілого та оцінка методом розбиття на бізнес-одиниці. Інтегрована оцінка використовується для визначення фінансової стійкості компанії та цінності корпорації, тоді як оцінка окремих підрозділів або бізнес-одиниць використовується при прийнятті стратегічних рішень щодо фінансового управління та інвестування у структурні підрозділи.

Оцінку корпорації здійснюють у таких випадках:

- при капітальному бюджетуванні для прийняття оптимального рішення щодо доцільності інвестування у певний проект, порівнюючий альтернативні інвестиційні об'єкти за визначеними критеріями прибутковості проекту;
- при реорганізації структури корпорації для складання передавального чи розподільного балансу;
- при здійсненні операцій злиття або поглинання з метою встановлення пропорцій обміну корпоративних прав як визначені долі у статутному капіталі;
- при банкрутстві або ліквідації корпорації з метою визначення ліквідаційної вартості корпорації через приведення вартості активів до вартості їх реалізації;
- при відчуженні корпоративних прав на корпорацію (продажі корпорації) для встановлення справедливої вартості таких прав;
- з метою встановити реальну вартість кредитного забезпечення активу для залучення кредитного фінансування під заставу майна корпорації;
- в ході здійснення санаційного аудиту з розкриттям потенційних ризиків, пов'язаних із майбутньою господарською діяльністю бізнес-одиниці, для інвесторів, кредиторів та інших суб'єктів з подальшим прийняттям рішення щодо ліквідації чи оздоровлення;

- в ході приватизації державних підприємств для встановлення ціни продажу об'єкту приватизації [13].

Корпорації не лише створюють вартість через виробничий процес, а й самі є активами, що мають свою вартість, тому що вони володіють різноманітними матеріальними і нематеріальними активами, і можуть бути придбані та продані, як і нерухомість, акції, облігації тощо. Вартість активів, таких як майно, устаткування, запаси, права інтелектуальної власності, торгові марки, фінансові інвестиції, може змінюватись в залежності від ринкових умов. Збільшення вартості бізнесу є одним із ключових критеріїв ефективного управління, оскільки засвідчує успішність діяльності компанії та здатність забезпечувати стабільний дохід для інвесторів та власників, що, у свою чергу, підвищує інвестиційну привабливість бізнес-одиниці та дозволяє збільшити ресурси для подальшого розвитку.

Варто зазначити, що вартість корпорації є вирішальним чинником при прийнятті рішення щодо купівлі або продажу корпорації. Некоректна оцінка об'єкту інвестування призведе до виникнення дефіциту вільного грошового потоку, оборотного капіталу, необхідного для функціонування корпорації в період після проведеної транзакції та, як наслідок, зниження вартості корпорації, що здійснює купівлю переоціненого активу. Потреба в капіталі покривається за рахунок додаткового фінансування, як от залучення інвестиційних кредитів, чи емісії корпоративних облігацій, при цьому необхідно дотримуватись поточної структури капіталу компанії та гарантувати фінансову стійкість і незалежність компанії.

1.2 Ключові підходи до оцінки вартості корпорації

Підходи до оцінки вартості корпорації – це методи, які використовуються для визначення вартості компанії. Існують три традиційні підходи – витратний, дохідний та порівняльний, кожен із яких представляє різні методи оцінки (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Підходи та методи оцінки вартості корпорації.

Джерело: Складено автором на основі [3].

1. Витратний підхід. Компанія оцінена на основі вартості відтворення або заміщення її активів, беручи до уваги витрати на виробництво та ринкову вартість активів. Не зважаючи на те, що підхід враховує реальну економічну ситуацію та відображає фактично здійснені витрати, недоліком є те, що нематеріальні активи та гудвіл не враховуються при використанні цього підходу.

а. Метод чистих активів (балансової вартості). Цей метод дозволяє оцінити компанію на основі вартості її активів, включаючи фізичні активи та нематеріальні активи (інтелектуальна власність, торгові марки та патенти і т.д.), за вирахування вартості зобов'язань. Недоліком є, зазвичай суттєва, різниця між балансовою вартістю активів та ринковою капіталізацією. Таким чином, цей метод більше підходить для компаній із високою концентрацією матеріальних активів (виробництво, будівельна галузь, видобуток і переробка сировини та ін.),

а не для компаній зі значними нематеріальними активами (сфера споживчих послуг, банківських технологій, інформаційних технологій та ін.).

б. Метод ліквідаційної вартості. Найбільш консервативний із підходів, який полягає у розрахунку ліквідаційної вартості компанії, тобто залишку після продажу всіх активів та погашення усіх зобов'язань. Підхід передбачає, що компанія або актив будуть продані швидко та з дисконтом, і може не враховувати потенційні майбутні прибутки чи зростання. Метод застосовують для оцінки компаній із операційними або фінансовими труднощами, чи компаній з обмеженим потенціалом до зростання.

с. Метод прямого відтворення. Спосіб оцінки вартості активу чи майна шляхом визначення вартості відтворення. Цей метод враховує вартість матеріалів, робочу силу та інші фактори, необхідні для створення точної копії активу чи власності. Він часто використовується для унікальних або створених на замовлення об'єктів чи активів, і може надати корисну оцінку вартості, коли немає активного ринку для подібних активів чи об'єктів. Однак він може неточно відображати його справжню ринкову вартість.

д. Метод надприбутків. Підхід, який використовується для оцінки вартості бізнесу або активу шляхом кількісного визначення прибутку, отриманого за межі розумної прибутковості його матеріальних активів. Цей метод передбачає обчислення загального прибутку компанії за вирахуванням справедливого прибутку від її матеріальних активів, та оцінку решти «надлишкових» прибутків. Далі надлишковий прибуток капіталізується за відповідною ставкою для визначення поточної вартості бізнесу чи активу.

2. Дохідний підхід: Компанія оцінена на основі її очікуваних майбутніх грошових потоків і прибутковості, часто використовуючи аналіз дисконтованих грошових потоків. Складність полягає у прогнозуванні майбутніх доходів компанії та визначенні ставки дисконтування.

а. Метод дисконтування грошових потоків. Універсальна модель оцінки, що використовується для оцінки вартості бізнесу, нерухомості,

фінансових інструментів на основі майбутніх грошових потоків через визначення вартості бізнесу як суми вартості очікуваних від нього потоків доходу. Метод враховує зміну вартості грошей у часі, причому не лише за рахунок інфляції, а й беручи до уваги упущені вигоди. Дисконтовані грошові потоки розраховуються за формулою 1.1, де DCF – сума дисконтованих грошових потоків, CF_n – грошові потоки у відповідному році, а r – ставка дисконтування.

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (1.1)$$

Для розрахунків потрібна історична прибутковість із звіту про рух грошових коштів, термін розрахунків та ставка дисконтування. Остання обчислюється одним із методів: модель оцінки капітальних активів CAPM, метод визначення ставки дисконтування на основі середньозваженої вартості капіталу, кумулятивний метод, метод, що базується на основі рентабельності капіталу, експертний метод, або на основі ринкових мультиплікаторів [32].

б. Метод дисконтування дивідендів. Вартість бізнесу розраховується як дисконтована вартість дивідендних виплат акціонерам, оскільки дивіденди – це грошові потоки, які інвестори отримуватимуть в майбутньому. Незважаючи на те, що окремі фірми не виплачують дивідендів, а інші реінвестують в розвиток, аналітики використовують дану модель, припускаючи, що рано чи пізно всі фірми виплачуватимуть дивіденди, а реінвестиції лише сприятимуть генеруванню більших дивідендів у майбутніх періодах. Як правило, метод використовують для оцінки зрілих компаній із стабільною історією дивідендних виплат. Розрахунок вартості відбувається за формулою 1.2 (модель Гордона), де V_0 – поточна вартість акції, D_0 – поточна вартість дивідендів, D_1 – вартість дивідендів наступного року, g – постійний темп зростання очікуваних дивідендів, r – постійна вартість власного капіталу для компанії (або норма прибутку).

$$V_0 = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g} \quad (1.2)$$

с. Метод капіталізованої вартості доходів. Під капіталізацією доходів мають на увазі грошові доходи, які інвестори потенційно отримують, інвестуючи свої кошти в корпорацію.

Часто використовують з метою перевірки достовірності оцінки за іншими методами дохідного підходу. Застосовується для оцінки фірм зі стабільним доходом або зі стабільними темпами росту. Оцінка передбачає ділення характерного рівня доходів корпорації на ставку капіталізації, як у формулі 1.3, де ВК – це вартість корпорації, П – очікувані доходи, що підлягають капіталізації, Квк - ставка капіталізації, що дорівнює ставці вартості власного капіталу, g – темп приросту доходів.

$$ВК = \frac{П}{Квк - g} \quad (1.3)$$

д. Метод заміщення. Спосіб полягає в оцінці вартості заміни активів компанії на еквівалентні нові для визначення загальної вартості компанії. Цей підхід передбачає, що вартість компанії дорівнює витратам на заміщення її активів за поточними ринковими цінами, скориговано на суму амортизації. Метод зазвичай використовується у випадках, коли ринкова вартість компанії нижча за вартість заміщення, або під час оцінки компаній із значними матеріальними активами, таких як виробничі чи будівельні фірми. Однак метод відновної вартості може не враховувати нематеріальні активи компанії, як от інтелектуальна власність або вартість бренду, що може значно вплинути на її загальну вартість.

3. Порівняльний підхід. Порівняльний підхід до оцінки бізнесу передбачає порівняння об'єкта оцінки з аналогічними компаніями, які нещодавно були продані або перебувають у вільному обігу. Для визначення вартості об'єкта оцінки порівнюються фінансові та операційні характеристики компанії, що оцінюється, з аналогічними показниками компаній-аналогів. Цей підхід також може включати аналіз ринкових мультиплікаторів, таких як ціна до прибутку, ціна до продажу, або вартість корпорації до EBITDA для оцінки вартості об'єкта

оцінки. Ключовою перевагою підходу є те, що він дає ринкову оцінку вартості компанії, яка може бути корисною в ситуаціях, коли фінансові дані є обмеженими [20].

а. Метод галузевих коефіцієнтів. Метод оцінки, який порівнює фінансові показники та мультиплікатори цільової компанії з показниками подібних публічних компаній. Цей підхід передбачає визначення набору компаній, подібних за галуззю, розміром, зростанням та іншими критеріями. Фінансові показники та коефіцієнти, такі як співвідношення ціни та прибутку (P/E), співвідношення вартості корпорації та продажів (EV/Sales), та інші розраховуються для цільової компанії та порівнюються з аналогічними показниками для вибірки компаній. Аналіз допомагає визначити справедливую ринкову вартість цільової компанії на основі ринкової вартості аналогів. Метод є відносно простим і прозорим, але вимагає ретельного вибору відповідних порівнюваних компаній і врахування будь-яких відмінностей між оцінюваним активом та аналогами.

б. Метод ринку капіталів. Підхід, що базується на ринкових цінах схожих компаній, які котируються на відкритому ринку цінних паперів. Базою порівняння є ціна за одну просту акцію компаній-аналогів з оцінюваною компанією, до того ж враховується ціна залежно від величини придбаного пакета - контрольного чи неконтрольного. Проведений фінансовий аналіз компанії зіставляється з вибіркою, що включає в себе інші подібні компанії. В межах капітального бюджетування інвестор приймає рішення за принципом заміщення. Суттєвим недоліком є те, що підхід застосовується лише в умовах розвинутого ринку, однак підходу властиве використання фактичної інформації, а не прогнозних даних.

с. Метод угод (операцій). Метод порівнює фінансові умови завершених угод зі злиття та поглинання (M&A), подібних до цільової компанії, щоб оцінити її вартість. Підхід передбачає ідентифікацію завершених угод злиття та поглинання, схожих за галуззю, розміром та іншими критеріями, а також аналіз

їх фінансових умов, таких як вартість угоди, мультиплікатори угоди та структура угоди. Цільова компанія оцінюється на основі коефіцієнтів і умов порівнянних операцій. Метод угод часто використовується в поєднанні з іншими методами оцінки та допомагає отримати уявлення про ціноутворення подібних операцій у тій самій галузі. Основна перевага полягає в тому, що він базується на реальних транзакціях і ринкових даних, але водночас вимагає ретельного розгляду будь-яких відмінностей між цільовою компанією та порівнюваними транзакціями.

На противагу традиційним, існують також альтернативні методи оцінки вартості. До них можна віднести метод грошового потоку, метод порівняння з конкурентами, метод аналогів, метод ринкової вартості, метод суми частин та інші [24]. Альтернативні методи використовують для формування більш точного уявлення про вартість корпорації, оскільки вони враховують більш широкий спектр факторів, зокрема мінливість економічного середовища, структуру позикового капіталу та зобов'язання, що підлягають погашенню. Однак альтернативні методи оцінки вимагають більш складного аналізу та детальнішого збору даних, порівняно з традиційними. До того ж, застосування таких методів для оцінки вартості вітчизняних підприємств ускладнюється нерозвиненістю фондового ринку, обмеженою повнотою інформації, а також доступністю даних [6].

Не зважаючи на те, що з'явилися новітні методи оцінки, такі як машинне навчання та методи на основі штучного інтелекту, традиційні методи все ще широко використовуються, оскільки вони надійні та добре зарекомендували себе. Більше того, нові методи часто будуються на основі або в поєднанні з традиційними методами.

Вищерозглянуті підходи мають практичне застосування в оцінці вартості бізнесу, однак в умовах змін соціально-економічного та політичного середовища потребують взаємоперевірки методом використання декількох із них. Надалі в дослідженні застосовано метод дисконтування грошових потоків, метод чистих активів (балансової вартості) та метод галузевих коефіцієнтів для більш точного

визначення справедливої вартості Kernel Holding S.A, з метою подальшого прогнозування вартості у майбутніх періодах.

1.3 Методи прогнозування вартості корпорації

Прогнозування вартості корпорації передбачає детальне дослідження ключових ендогенних та екзогенних факторів, що впливають на ринок цінних паперів в цілому та досліджувану корпорацію зокрема. Сукупність таких факторів ділять на дві категорії – технічні та фундаментальні чинники.

Технічний аналіз базується на вивченні тенденцій курсу цінних паперів через ретроспективний аналіз, тобто дослідження історичного ціноутворення методом побудови графіків і таблиць. Він припускає, що ціна акції відображає всю наявну інформацію про компанію, включаючи минулі результати діяльності та ринкові настрої. При цьому аналітики беруть як припущення те, що динаміка курсу акцій у минулому є так званим “патерном” для зміни курсу в майбутніх періодах. Технічний аналіз не враховує ендогенні фактори, які впливають на функціонування компанії, та не розглядає показники ефективності, фінансової стійкості, а також структуру капіталу і частку компанії на ринку. Натомість котирування відображають політичні, психологічні, спекулятивні та інші зовнішні чинники. Зачасту технічний аналіз використовуються для визначення точок входу і виходу при купівлі та продажу акцій публічних компаній.

Фундаментальний аналіз передбачає прогнозування ринкової вартості на основі фінансових та господарських показників. Аналітики детально вивчають основні фінансові звіти компаній (звіт про фінансові результати, баланс, звіт про рух грошових коштів) для оцінки внутрішньої вартості фірми з ціллю визначення перспектив генерування доходів у майбутньому. До уваги беруться також галузеві показники та макроекономічні параметри, зокрема монетарна політика країни, на ринку якої оперує компанія, або декількох країн, якщо оцінюється мультинаціональна корпорація, рівень інфляції, безробіття, облікова ставка центрального банку, обмінний курс. Фундаментальний аналіз дозволяє виявити

недооцінені або переоцінені акції компаній, що є основою для прийняття інвестиційних рішень на підставі оцінки та прогнозу розвитку компанії.

Для прогнозування ринкової вартості бізнесу можна використовувати обидва підходи. Технічний аналіз зручний для визначення короткострокових цінових змін на основі торгових моделей і технічних індикаторів, тоді як фундаментальний аналіз можна використовувати для оцінки довгострокової вартості компанії.

Інструментарій дослідження передбачає економіко-математичні методи і моделі динаміки. Серед них варто виокремити наступні 4 моделі:

- Регресійний аналіз. Прогнозування майбутніх показників через дослідження історичного взаємозв'язку між двома або більше змінними.
- Моделювання за методом Монте-Карло. Моделювання різних сценаріїв розвитку бізнесу та прогнозування майбутніх показників за різних умов.
- Економічне моделювання. Прогнозування впливу змін в економіці або галузі на бізнес методом побудови математичних моделей, що імітують поведінку економіки або конкретної галузі.
- Штучні нейронні мережі – алгоритми машинного навчання, які на основі історичних даних прогнозують ефективність бізнесу шляхом виявлення складних закономірностей та взаємозв'язків між різними змінними.

Найпоширенішим методом прогнозування є побудова лінійних регресійних моделей. Модель передбачає встановлення лінійної залежності між факторною ознакою та результуючою змінною, що прогнозується. Для оцінювання моделі використовують такі критерії, як коефіцієнт кореляції, коефіцієнт детермінації, середньоквадратична похибка моделі регресії, критерій Фішера, критерій Стьюдента та інші.

Лінійна регресійна модель має наступний вигляд:

$$\hat{y} = b_0 + b_1X, (1.4)$$

де \hat{y} – теоретичне, нормативне або прогнозне значення результуючої змінної, отримане після побудови моделі, x – незалежна змінна, b_0 – константа та b_1 – кутовий коефіцієнт регресії.

Первинним етапом є збір та обробка даних і параметрів в динаміці. Далі отримуємо матрицю регресорів – показників, що впливають на ринкову вартість корпорації, та вектор значень результуючої змінної – ринкову вартість корпорації. Після того, як цей зв'язок встановлено, модель можна використовувати для прогнозування вартості корпорації на основі нових даних. При цьому, для ряду динаміки необхідно використати один із методів екстраполяції, а саме метод експоненціального згладжування. Основна ідея експоненціального згладжування полягає в наданні більшої ваги останнім точкам даних і меншої ваги старим точкам даних, тож метод часто використовується для короткострокового фінансового прогнозування.

На українській фондовій біржі котируються акції багато українських компаній, найбільші з яких включають ПАТ "Укрнафта", АТ "Укргазвидобування", АТ "Мотор Січ", ПАТ "Укртелеком", ПАТ "Центренерго", АТ "Райффайзен Банк" та інші [28]. Біржовий ринок в Україні є недосконалим, оскільки його учасниками стають лише професійні продавці та покупці цінних паперів, а розміщення цінних паперів є ускладненим. Лише деякі акції визнаються ліквідними, кількість інституціональних інвесторів є значною мірою обмежена, а інвестиційний попит формується великими суб'єктами [1].

Відсутність активного обігу цінних паперів призводить до того, що в акцій, які котируються на українському біржовому майданчику, низька ліквідність. Оборотноість цінних паперів та регулярні котирування, які не властиві акціям вітчизняних підприємств на внутрішньому фондовому ринку, формують ринкову вартість. Для валідності результатів прогнозування вартості буде досліджено українську корпорацію, яка котирується на іноземній біржі. Для дослідження обрано компанію "Kernel Holding SA", акції якої торгуються на Варшавській фондовій біржі (WSE) з листопада 2007 року.

РОЗДІЛ 2 ОЦІНКА ВАРТОСТІ KERNEL HOLDING S.A.

2.1 Характеристика фінансово-економічної діяльності Kernel Holding S.A.

Українська компанія Kernel Holding S.A. є найбільшим виробником та експортером соняшникової олії в Україні, а також провідним постачальником сільськогосподарської продукції з регіону Чорноморського басейну на світові ринки. Компанія заснована Андрієм Веревським у 1994 році [29].

Фінансовий рік Kernel Holding S.A. не збігається з календарним і триває з 1 липня по 30 червня. Діяльність компанії сегментують в таких три ланки: переробка олійних культур, інфраструктура і трейдинг та агробізнес. За 2022 рік частки цих ланок становлять 24,5%, 66,2% та 9,3% відповідно. Кернел обробляє приблизно 560 000 га чорноземів щорічно, вирощуючи такі зернові культури, як кукурудза, пшениця, соняшник та соя. Близько 8 млн тонн зернових поставляється на внутрішній ринок, а також експортується до країн Азії (42%), Середнього Сходу (27%), Європи (25%) та Африки (3%).

Компанія володіє найбільшою мережею закупівлі зернових та олійних культур у регіоні, співпрацюючи з більш ніж 5000 виробників сільськогосподарської продукції. Заводи здатні переробляти декілька культур, а результат виробництва у вигляді бутильованої олії поставляється на внутрішній ринок, при цьому олію наливом і фасовану олію експортують у понад 80 країн. За результатами щорічного звіту Kernel Holding S.A. за 2022 фінансовий рік, понад 85% виробленої соняшникової олії експортується наливом, причому основними ринками збуту є Китай, Індія, Європа та Ірак. До 12% сирової соняшникової олії, виробленої на заводі, піддається подальшій рафінації та розливу в пляшки [33].

Структура компанії включає аграрні підприємства, експортні термінали, млини, олійниці та інші підприємства. Крім цього корпорація володіє системою складських приміщень. Кернел має власну логістичну мережу, що дозволяє

ефективно переміщувати товар з поля на вантажні судна в порту через елеватори та глибоководні портові термінали на узбережжі Чорного моря. Компанія експортує свою продукцію більш ніж у 80 країн світу. У 2022 фінансовому році “Кернел” поставила 10 мільйонів тонн сільськогосподарської продукції з України.

Організаційна стратегія передбачає фокус на виробництво та експорт продукції при максимізації ефективності, автоматизації виробничих процесів та розвитку технологій з метою підвищення якості продукції. Kernel Holding S.A. активно застосовує новітні технології та інновації в своїй діяльності. Компанія використовує передові методи господарювання в аграрному секторі, зокрема впроваджує технології прецизійного землеробства, що дозволяє значно підвищити врожайність та знизити витрати. Також Кернел активно розробляє нові сорти рослин і працює над поліпшенням генетичного матеріалу для отримання кращих показників урожайності.

Управлінська структура компанії є централізованою, а всі рішення залежать від керівництва компанії. Управління компанією здійснюється на рівні групи компаній, керівництво якої зосереджене в Люксембурзі. Головним виконавчим директором компанії є Андрій Вербицький. Компанія має розвинену ієрархічну структуру з департаментами, відповідальними за різні напрямки діяльності компанії. Така структура є ефективною в межах системи управління виробництвом і дозволяє компанії бути лідером на ринку аграрної продукції.

Kernel Holding S.A. дотримується високих стандартів якості та безпеки продукції, а також принципів соціальної відповідальності, тому одним із пріоритетів, на рівні з інноваційністю та стабільним розвитком, є зменшення впливу виробництва на навколишнє середовище. Компанія є членом Української Аграрної Конфедерації, Американської торговельної палати в Україні, Європейської Бізнес Асоціації, Міжнародної Асоціації Торгівлі Зерном та Кормами і деяких інших асоціацій.

Маркетингова політика Kernel Holding S.A. спрямована на забезпечення

максимальної ефективності продажу продукції на внутрішньому та зовнішньому ринках. Компанія активно розвиває свої бренди та здійснює маркетингові заходи для підвищення своєї популярності серед споживачів. Також компанія прагне до забезпечення стабільної цінової політики та підтримки партнерів [29].

Сфера впливу виробництва компанії Kernel Holding S.A. охоплює не тільки аграрний сектор, а й інші сфери економіки. Компанія впливає на ринок зерна та олії, забезпечуючи необхідні продукти для інших галузей виробництва, таких як харчова, косметична, фармацевтична, технічна та енергетична. Кернел є важливим гравцем на світових ринках, оскільки займає значну квоту в секторі агропромисловості. До прикладу, виробництво соняшникової олії становить 8% світового ринку.

Kernel Holding S.A. є публічною компанією, акції якої торгуються на Варшавській фондовій біржі (WSE). Компанія також має багатофункціональний банківський кредитний ліміт та залучає фінансування через випуск облігацій та інші інструменти ринку капіталу. У 2021 році компанія заявила про придбання нового кредитного ліміту на загальну суму 500 мільйонів доларів США на строк до 2026 року, який буде використаний для фінансування інвестиційних проєктів та рефінансування існуючого боргу.

Зважаючи на багаторічну історію функціонування, стабільність фінансових показників, високий рівень технологічності та ефективності виробництва, а також лідируючі позиції пріоритетно на національному, і частково на світових ринках, Кернел володіє високим потенціалом для розвитку та є інвестиційно привабливою компанією.

2.2 Оцінка зовнішнього та внутрішнього середовища Kernel Holding S.A. інструментами SWOT та PESTEL аналізу

Оцінка зовнішнього та внутрішнього середовища корпорації дозволяє зрозуміти її потенційні можливості та проблеми, а також спрогнозувати ймовірні ризики та шляхи розвитку.

Зовнішнє середовище включає різні сфери, що не контролюються корпорацією, такі як політична, економічна, соціальна, технологічна, екологічна та юридична сфери. Оцінка цих сфер дозволяє корпорації адаптуватися до змін у зовнішньому середовищі і розробити стратегії для використання можливостей та запобігання загроз.

Внутрішнє середовище включає в себе ресурси, процеси та структуру самої корпорації. Оцінка внутрішнього середовища дозволяє ідентифікувати сильні та слабкі сторони корпорації, розробити стратегії для підвищення ефективності та покращення роботи компанії.

SWOT-аналіз (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) допомагає оцінити внутрішні ресурси та здібності корпорації (сильні та слабкі сторони) та зовнішнє середовище, у якому вона функціонує (можливості та загрози). Крім цього, SWOT-аналіз дає можливість більш детально вивчити такі аспекти компанії, як виробництво, маркетинг, управління, фінанси та ін. Аналітики вивчають конкурентне середовище, тенденції ринку, правові та регуляторні зміни з метою визначення потенційних можливостей розвитку бізнесу та загроз, що впливають на його успішність. Результати SWOT-аналізу наведені нижче.

Таблиця 2.1

SWOT-аналіз для Kernel Holding S.A.

<p>Сильні сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● диверсифікований портфель продукції, який включає сім сегментів: <ul style="list-style-type: none"> ○ виробництво, переробка, розлив та дистрибуція бутильованої соняшникової олії, ○ виробництво і продаж соняшникової олії наливом, ○ закупівля та продаж зерна оптом, ○ послуги з обробки та перевалки зерна в портах, ○ послуги з очищення, сушіння та зберігання зерна, 	<p>Слабкі сторони:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● вразливість до політичних та економічних ризиків; ● висока залежність від цін на сировину; ● обмежена диверсифікація з точки зору регіональної присутності; ● низька ліквідність; ● кредитний ризик; ● низька інформаційна та IT-безпека
--	---

Продовження табл. 2.1

<ul style="list-style-type: none"> ○ сільськогосподарське виробництво та вирощування пшениці, кукурудзи, сої, соняшнику та ріпаку, ○ діяльність, пов'язана з управлінням компанією; ● сильна ринкова позиція в агропромисловому бізнесі та значна частка на ринку України; ● новітні та високотехнологічні виробничі потужності; ● авторитет бренду; ● фінансова стабільність. 	
<p>Можливості:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● зростання попиту на продовольчі товари та зернові у світі, зокрема в Азії та Африці; ● експансія на нові ринки (Близький Схід та Північна Африка); ● розробка продуктів з високою доданою вартістю для зменшення залежності від цін на сировину; ● придбання менших конкурентів для застосування ефекту синергії та захоплення частки ринку. 	<p>Загрози:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● політична та економічна нестабільність і правові ризики в країнах, в яких Kernel Holding S.A. здійснює свою діяльність; ● низька врожайність; ● коливання світових цін на сировинні товари; ● ескалація повномасштабної війни; ● порушення логістики; ● втрата критичної інфраструктури; ● втрата запасів; ● відтік людського капіталу; ● недоотримання надходжень від продажу відновлюваної енергії; ● посилення державного регулювання; ● посилення конкуренції; ● припинення дії Чорноморської зернової ініціативи; ● ризики недостатності покриття страховими полісами страхових випадків.

Джерело: Складено автором на основі [33].

PESTEL аналіз (Political, Economic, Sociological, Technological, Environmental, Legal) допомагає оцінити зовнішнє середовище корпорації, зокрема політичні, економічні, соціальні, технологічні, правові та екологічні фактори, які можуть впливати на діяльність компанії. Це дозволяє корпорації визначити можливості для розвитку, а також потенційні загрози та виклики, які виникають у зовнішньому середовищі. Детальний аналіз допомагає інвестору виявити, наскільки стійкою є компанія до змін, і врахувати це в оцінці її вартості.

Виявлені за допомогою PESTEL-аналізу ризику інвестор надалі може враховувати у своїй стратегії інвестування. Нижче наведено PESTEL-аналіз для Kernel S.A.

Політичні фактори. Україна є ключовим ринком для компанії, тож політична стабільність в країні безпосередньо впливає на її внутрішню стійкість. Непередбачувані події, такі як повномасштабне вторгнення в Україну у лютому 2022 року, похитнули політичну стабільність держави та макроекономічне середовище, в якому діє компанія. Війна створила невизначеність та непевність, оскільки відбулась різка зміна ринкових умов, зміна структури попиту, виникли проблеми з постачанням продукції через втрату логістичних сполучень та зниження безпеки в регіоні. Окрім того, не зважаючи на міцну систему законодавства як сукупність діючих нормативно-правових актів, недосконалість правових аспектів поширюється на ризики корупції та недостатній захист прав власності. В середньостроковій перспективі вступ України до Європейською Союзу удосконалив чинну законодавчу систему. Ймовірність тиску на інвестиції через урядову політику країни елімінується фактом того, що акції компанії котируються на Варшавській фондовій біржі, а сама компанія зареєстрована в Нідерландах.

Економічні фактори. Війна в Україні негативно вплинула і на економічну ситуацію. В населення зменшилась купівельна спроможність, вартість експорту товарів збільшилась через зміну тарифних ставок та транспортних маршрутів. Економічна нестабільність в умовах війни вплинула на довіру іноземних інвесторів та інвестиційну привабливість холдингу. Процес економічного відновлення та післявоєнної відбудови займає тривалий час, а в країні існують високі ризики інфляції, коливання валютного курсу та нестабільності фінансової системи. До того ж, є ризик зростання податкового навантаження на корпоративний сектор та індивідуумів у зв'язку з потребою уряду наповнювати державний та місцеві бюджети. Розвиток галузевих ринків залежить від дотацій уряду, оскільки агропромисловий сектор, крім усього вищезазначеного, зазнав

негативного впливу низької врожайності. Експерти Світового банку прогнозують, що після падіння економіки України на 29,2% у 2022 році, очікується зростання ВВП на 0,5%, 3,5% та 6,5% у 2023, 2024 та 2025 роках відповідно [11].

Соціальні фактори. Культура споживання на продукти компанії не змінилась, як і звички споживачів. Зберігається стійкий попит індивідуумів та дистриб'юторів на соняшникову олію. Демографічна ситуація, що описується еміграцією значної частини населення через політичний фон, знизила обсяг внутрішнього ринку. Зростання рівня безробіття вплинуло на доступність робочої сили та призвело до здорожчання вартості виробництва.

Технологічні фактори. Компанія поступово впроваджує новітні технології у виробництво та управління. Придбання технологічних установок зміцнює технологічну позицію компанії та дозволяє розширити виробництво і логістичні шляхи. Кернел широко використовує дрони для моніторингу посівів, аби підвищити якість рішень щодо внесення добрив та захистити посіви. Розвиток штучного інтелекту дозволить поступово замінити окремих працівників на виробництві. Існують певні ризики щодо кібербезпеки, зокрема хакерських атак, з метою отримання конфіденційних даних. Однак компанія здійснює активні заходи щодо захисту інформації, які забезпечують її цілісність, конфіденційність і доступність.

Екологічні фактори. Посилення стандартів екологічної безпеки безпосередньо впливає на компанію. Такі порушення, як забруднення повітря, води та ґрунту, можуть мати негативний вплив на навколишнє середовище та призвести до штрафів і судових позовів проти компанії. Дотримання екологічних стандартів збільшуватиме привабливість компанії для споживачів, які занепокоєні проблемами довкілля, а також інвесторів, які діють в межах етичних стандартів та інвестують в компанію, що притримуються концепції сталого розвитку. Натомість низький рейтинг сталого розвитку може збільшити вартість капіталу. Існує загроза зниження прибутковості через посилення екологічних

вимог до сільського господарства та переробки олійних культур у зв'язку з впровадженням Європейського Зеленого Курсу.

Юридичні фактори. Зміни в законодавстві та посилення вимог, які стосуються діяльності корпорації, можуть мати значний вплив на діяльність компанії. Оскільки компанія є великим гравцем на вітчизняному ринку, Кернел має можливість здійснювати вплив на законодавство шляхом ведення діалогу з урядом та іншими зацікавленими сторонами. Однак значними є ризики потенційних зобов'язань у результаті розслідувань, судових процесів та штрафів у сфері антимонопольного законодавства, про що говорить саме Правління компанії. Процеси управління та комплаєнсу можуть виявитися неспроможними запобігти штрафним санкціям з боку регулюючих органів або нанесенню шкоди репутації, як у чинних дочірніх компаніях, так і в спільних підприємствах [33].

2.3 Оцінка вартості Kernel Holding S.A.

Оцінка вартості компанії залежить від багатьох факторів і вимагає комплексного підходу. Основними факторами, що впливають на точність оцінки, є якість і повнота фінансових даних, а також методи, що застосовуються для оцінки вартості активу. Використання декількох підходів для оцінки вартості компанії може бути корисним та допоможе збільшити точність оцінки, адже різні підходи базуються на різних показниках.

До прикладу, підхід на основі дисконтованої вартості може враховувати поточні та майбутні потоки доходу компанії, підхід на основі порівняльних мультиплікаторів – ринкову ціну акцій аналогічних компаній, а витратний підхід – вартість усіх активів компанії за вирахуванням боргів та зобов'язань. Використання різних методів може дати більш повну картину про вартість компанії. Крім того, використання декількох підходів може допомогти виявити невідповідності у даних та зрозуміти чинники формування вартості для специфічної компанії, а також пов'язані ризики.

Дохідний підхід

Перевагою моделі дисконтування дивідендів (dividend discount model) є простота і легкість застосування. Модель може бути використана для оцінки потенційного доходу від інвестицій в акції компанії та дозволяє оцінити ризик, пов'язаний з інвестуванням. Головний постулат моделі: “Якщо прибутковість компанії зростає, очікувані дивіденди також зростатимуть, що призведе до збільшення вартості акцій”.

Оціночна вартість акції повинна дорівнювати ціні дивідендів, які компанія збирається виплатити, дисконтованих до її чистої теперішньої вартості. Оскільки компанія не планує здійснювати дивідендні виплати у 2022 фінансовому році, а подальше зростання дивідендів не передбачене, використовувати модель дисконтування дивідендів є недоцільно.

Таблиця 2.2

Дивідендні виплати Kernel Holding S.A.

Фінансовий рік	Дивіденди за акцію (USD)	Сума виплачених дивідендів (USD)
2014	0.25	19 920 853
2015	0.25	19 920 853
2016	0.25	20 175 308
2017	0.25	20 485 308
2018	0.25	20 485 308
2019	0.25	21 007 808
2020	0.42	35 293 117
2021	0.44	34 068 861
2022	Дивіденди не виплачувались	

Джерело: Складено автором на основі [17].

Модель дисконтованих грошових потоків є одним з найбільш використовуваних методів оцінки вартості компанії. Цей метод передбачає

розрахунок загальної вартості компанії шляхом дисконтування всіх майбутніх грошових потоків компанії на поточний момент.

Для розрахунку вартості компанії методом дисконтованих грошових потоків використовують чисті грошові потоки, оскільки вони краще відображають реальний грошовий потік, який може бути використаний для погашення боргів та виплати дивідендів акціонерам, а також ставку дисконтування для визначення поточної вартості майбутніх грошових потоків. Вільний грошовий потік для фірми – це чиста зміна грошових коштів внаслідок операційної діяльності за вирахуванням грошових витрат на оборотний капітал, капітальні витрати та дивіденди.

Нижчеприведену формулу застосуємо для оцінки вартості компанії:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \quad (2.1),$$

де FCF_t – грошовий потік планового періоду, $WACC$ – середньозважена вартість капіталу компанії, TV – термінальна вартість у постпрогнозний період.

При цьому термінальна вартість обчислюється за формулою:

$$TV = FCF_n * (1 + g) / (WACC - g) \quad (2.2),$$

де g – оціночний темп зростання у постпрогнозний період.

Темп зростання визначено на основі внутрішніх факторів компанії (обсяг виробництва, потенційні ризики і загрози), а також оцінки національної економіки та ринку зернових культур і соняшникової олії зокрема. Обсяги виробництва продукції рослинництва у 2022 році знизились на 35-40%, порівняно з 2021 роком через скорочення посівних площ і нижчу врожайність. У першому кварталі 2023 року активізувались відвантаження зерновим коридором та поставки іншими шляхами завдяки підвищенню їх пропускної спроможності. Негативним фактором є посилення конкуренції через більш дешеве зерно країн Чорноморського регіону та прогноз збільшення врожаю у США, що призвело до падіння цін на зернові [14].

Дохід до вирахування відсотків, податків і амортизації (ЕВІТДА) у 2022 фінансовому році скоротився на 73%, порівняно з попереднім періодом.

Компанія у своєму щорічному звіті зазначає, що “перспективи на майбутнє залишаються невизначеними і значною мірою залежать від результату війни в Україні та здатності Групи експортувати продукцію через українські чорноморські порти” [33].

Для нарощування експорту компанія нещодавно придбала актив у порту Рені на річці Дунай для перевалки соняшникової олії та шроту. Kernel S.A. інвестувала у баржі, каботажні судна та інші транспортні засоби для перевезення зерна та олії, що дозволяє збільшити експорт продукції на 600 000 тонн в рік. Оскільки порт і термінали зупинені через повномасштабну війну і знаходяться поза зерновим коридором, компанія придбала термінал у порту Південний, який може приймати та зберігати всі види рослинних олій (близько 50 тис. тонн продукції) [23].

Вибір методу для визначення оціночного темпу зростання залежить від характеристик досліджуваної змінної, наявності відповідних даних та експертних знань у галузі. У дослідженні оціночний темп зростання визначено через комбінацію різних методів з урахуванням вищенаведених факторів. Для даної корпорації оціночний темп зростання у постпрогнозний період встановлено у розмірі 4%, що надалі буде імплементовано в модель оцінки компанії за доходним підходом.

Середньозважену вартість капіталу компанії (ставку дисконтування) розрахуємо через формулу WACC:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * R_d * (1 - T_c) \quad (2.3),$$

де E – вартість власного капіталу, D – вартість боргового капіталу, V – загальна вартість капіталу (власного капіталу та боргових зобов’язань), R_e – вартість акціонерного капіталу, R_d – вартість боргового капіталу T_c – ставка корпоративного податку.

$$E / V = 1\,805,6 / (1\,532,79 + 1\,805,6) = 54,1\%.$$

$$D / V = 1\,532,79 / (1\,532,79 + 1\,805,6) = 45,9\%.$$

Вартість боргового капіталу R_d розраховуємо методом відношення витрат за борговими зобов'язаннями до сукупного боргу.

$$R_d = 126,6 / 1\,935 = 6,5\%.$$

Для визначення R_e – вартості акціонерного капіталу, використовують модель CAPM (Capital asset pricing model). В цьому випадку вартість акціонерного капіталу прирівнюється до очікуваної дохідності за активом та розраховується за формулою:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * E(R_m - R_f) \quad (2.4),$$

де $E(R_i)$ – очікувана дохідність, R_f – безризикова ставка, β_i – чутливість активу до дохідності ринкового портфеля, $E(R_m)$ – очікувана дохідність базового індексу за певний період.

Безризикову ставку R_f розрахуємо як суму безризикової ставки США та премії за ризик інвестування в економіку України. За основу візьмемо дохідність 10-річних облігацій США станом на 31.03.2023 – 3,70%. S&P Global Ratings встановили довгостроковий і короткостроковий суверенні кредитні рейтинги України в іноземній валюті "ССС+/С". Премія за ризик інвестування в економіку України таким чином становитиме 17,26% на основі інвестиційного рейтингу агентства Moody's [42]. Безризикова ставка становить 20,96%.

Коефіцієнт бета характеризує зміну курсу акцій компанії Kernel Holding S.A. відносно динаміки зведеного індексу всього фондового ринку. Коефіцієнт $\beta_i = 1,14$, тобто акції є досить волатильними і на 14% частіше реагують на рух на ринках [45].

Асват Дамодаран – відомий професор фінансів та фінансового управління – розвивав та досліджував концепцію ринкової премії за ризик. Дамодаран стверджує, що ринкова премія за ризик є фундаментальною складовою ціни будь-якого активу. Він досліджує цю концепцію на прикладі акцій, облігацій, нерухомості та інших активів. Оскільки Асват Дамодаран є одним з провідних експертів у галузі дослідження цієї концепції, результати його розрахунків ринкової премії за ризик закладено в модель [42].

Ринкова вартість акціонерного капіталу (очікувана дохідність) становить:

$$E(R_i) = 21\% + 1,14 * 23,2\% = 47,4\%.$$

$$WACC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * R_d * (1 - T_c) \quad (2.3).$$

$$\text{Тоді } WACC = 54,1\% * 47,4\% + 45,9\% * 6,5\% * (1 - 0,18) = 28,1\%$$

Середньозважена вартість капіталу компанії є нашою ставкою дисконтування для приведення майбутніх грошових потоків до поточної вартості та визначення термінальної вартості. Слід зазначити, що запропонована компанією ставка дисконтування у звіті з урахуванням факторів ризику (ризик країни та борговий ризик) на післявоєнному рівні становить 24%, яку, однак, недоцільно використовувати на даний момент з огляду підвищень ключової процентної ставки Національним банком України та погіршення очікувань щодо реального ВВП України.

Розрахунок WACC на основі моделі CAPM	
Акціонерний капітал	
Безризикова ставка	20.96%
Ринкова премія за ризик	23.2%
Beta	1.14
Ринкова вартість акціонерного капіталу	47.4%
Частка акціонерного капіталу	54.1%
Вартість боргового капіталу	
Ринкова вартість боргового капіталу	6.5%
Частка боргового капіталу	45.9%
Корпоративний податок	18.0%
WACC	28.1%

Рис. 2.1. Розрахунок середньозваженої вартості капіталу на основі моделі CAPM.

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [17], [42].

Для прогнозування грошових потоків у 2023-2027 роках, проаналізуємо дані за крайні 10 періодів. Вільний грошовий потік для фірми мінливий, однак починаючи з 2017 року спостерігається стабільне зростання аж до 2022 року, коли розгорнулася повномасштабна війна в Україні, що безпосередньо спричинило стрімке падіння чистого грошового потоку від операційної

діяльності за рахунок зменшення надходжень від реалізації, а також зменшення оборотного капіталу головним чином завдяки десятикратному збільшенню запасів у порівнянні з попереднім звітним періодом.

Оскільки 2022 фінансовий рік є радше винятковим в силу макроекономічного та політичного становища, трендовий аналіз доцільно застосовувати після 2023 року, зважаючи що трендове прогнозування базується на крайньому значенні. Прогноз на 2023 рік здійснюємо на основі оновлених даних за перше півріччя 2023 року. Встановити питому частку кожного кварталу в річному показнику вільного грошового потоку для фірми неможливо через те, що спостерігаються від’ємні грошові потоки (зазвичай у першому півріччі), а також від’ємний річний FCFF у 2019 та 2022 фінансових роках. Прогнозне значення вільного грошового потоку для фірми дорівнюватиме різниці між відповідним значенням за 2022 фінансовий рік додати перше півріччя 2023 року мінус перше півріччя 2022 року. Аналіз квартальних показників дозволяє прийняти таке припущення, адже трендовий патерн свідчить про додатні вільні грошові потоки для фірми у другому півріччі.

Мільйонів доларів США

Q1	Q2	Q3	Q4	FY2019
(76)	(189)	84	138	(43)
Q1	Q2	Q3	Q4	FY2020
(147)	(476)	278	412	67
Q1	Q2	Q3	Q4	FY2021
(36)	(213)	231	273	255
Q1	Q2	Q3	Q4	FY2022
(94)	(531)	(64)	90	(599)

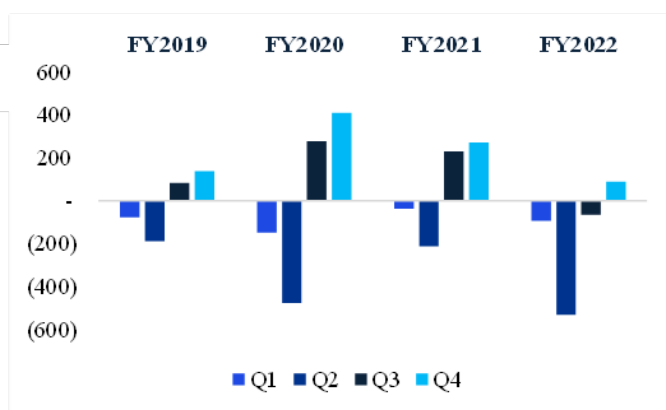


Рис. 2.2. Квартальний вільний грошовий потік для фірми.

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [17].

Метод експоненційного згладжування – це один з найпоширеніших методів прогнозування, який використовується для аналізу часових рядів. Цей метод дозволяє прогнозувати майбутні значення часового ряду, використовуючи попередні значення. Принцип роботи методу полягає в тому, що кожне нове

спостереження в часовому ряді вважається комбінацією попередніх значень зі змінною вагою, де вага зменшується з часом в експоненційному порядку. Це дозволяє врахувати більше останніх значень часового ряду в прогнозуванні майбутніх значень.

Прогноз вільних грошових потоків на 2024-2027 роки здійснюємо, використовуючи метод експоненційного згладжування за допомогою вбудованої функції Excel – Forecast sheet, на основі ретроспективних даних за 2012-2022 рік та прогнозного значення на 2023 рік з довірчим інтервалом 95%. Отримаємо наступні значення, наведені у табл. 2.2.

Таблиця 2.3

Прогноз вільних грошових потоків для фірми

Рік (акт.)	2018	2019	2020	2021	2022
FCFF	-74	-43	67	255	-599
Рік (прогн.)	2023 П	2024 П	2025 П	2026 П	2027 П
FCFF	417	12	147	19	155
ЧПВ FCFF	534	19	309	52	534

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [17].

При цьому, оскільки похибка прогнозу становить лише 5%, доцільно побудувати верхнє та нижнє порогові значення, в межах яких можуть коливатися вільні грошові потоки для фірми.

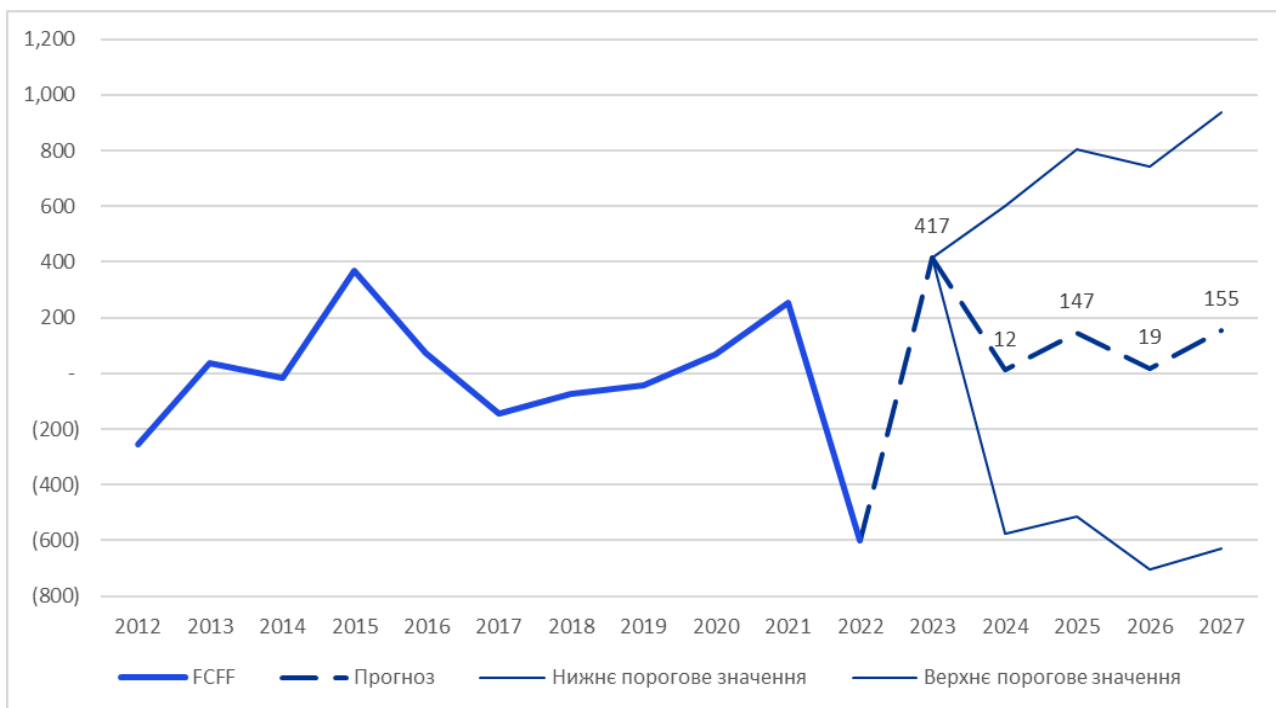


Рис. 2.3. Прогноз вільних грошових потоків для фірми через функцію експоненційного згладжування.

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [17].

Термінальну вартість компанії розрахуємо як частку FCFE у 2027 році та різниці між ставкою дисконтування і очікуваним темпом зростання в постпрогнозний період. Продисконтуємо термінальну вартість через ставку дисконтування та кількість періодів $n=4$. Прогнозована вартість компанії прирівнюється до суми дисконтованої термінальної вартості та чистої приведеної вартості майбутніх грошових потоків.

Розділимо цю суму на кількість акцій в обігу, щоб отримати прогнозовану вартість акції.

Оцінка вартості компанії	
Вхідні параметри	
Ставка дисконтування	28.1%
Темп зростання	4.0%
Термінальна вартість	
Термінальна вартість	641.9
Дисконтована термінальна вартість	238.4
Вартість компанії	
Вартість компанії прогнозована	1,686.4
Кількість акцій в обігу	77.4
Вартість за акцію прогнозована	21.8

Рис. 2.4. Оцінка вартості компанії на основі дисконтованих грошових потоків станом на 30 червня 2023 року.

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [33], [48].

За доходним підходом оціночна вартість компанії в 4,2 рази перевищує поточну вартість, що свідчить про те, що акції Kernel Holding S.A. значно недооцінені.

Витратний підхід

Доцільно здійснити перевірку оціненої вартості за витратним підходом, оскільки корпорація має значні капіталовкладення в матеріальні активи, що потребує точної оцінки активів, які перебувають у власності. Витратний підхід часто використовують тоді, коли цінність активів компанії вища, ніж її поточна вартість. Недооцінені активи можуть бути через поточні ринкові умови, тимчасовий спад у галузі, загальну рецесію, або ж компанія володіє активами, які використовуються не повністю (невикористовувані патенти або об'єкти інтелектуальної власності).

Однією з ключових переваг витратного підходу оцінки бізнесу є те, що він забезпечує чіткий і об'єктивний спосіб оцінки вартості компанії на основі її матеріальних і нематеріальних активів. Активи корпорації є важливим фактором у процесі генерування доходу. Хоча ринкову вартість матеріальних активів легко оцінити за балансовою вартістю, оцінка вартості нематеріальних активів є більш

комплексна (зокрема через те, що внутрішньо створені нематеріальні активи не відображаються на балансі корпорації) і ускладнює застосування цього підходу.

Підхід часто використовують у випадку, коли компанія проходить через реструктуризацію, або ж при продажу компанії (злитті чи поглинанні), оскільки точна оцінка активів забезпечує прозору та обґрунтовану методологію оцінки. До того ж це дозволяє виявити сильні та слабкі сторони корпорації, потенційні можливості для покращення ефективності діяльності, а також сфери, які потребують додаткових капіталовкладень, що дозволить збільшити вартість компанії.

Метод чистих активів (балансової вартості) є традиційним підходом до визначення вартості компанії. Цей метод розраховує вартість компанії шляхом віднімання її зобов'язань від активів. Вартість чистих активів і є вартістю власного капіталу компанії. Першим кроком є визначення вартості матеріальних (будинки, машини, споруди, матеріали, запаси, та ін.) і нематеріальних (патенти, торгові марки, ліцензії, гудвіл та інша інтелектуальна власність) активів компанії. Щоб визначити вартість чистих активів, від загальної вартості активів віднімаються зобов'язання компанії [41].

Одним з обмежень методу оцінки чистих активів є те, що він не враховує потенціал майбутніх прибутків компанії, який може бути важливим фактором у визначенні її вартості. Крім того, нематеріальні активи, такі як репутація бренду і клієнтські відносини, можуть бути неточно відображені в розрахунку вартості чистих активів. Незважаючи на ці обмеження, метод оцінки чистих активів може бути корисним для отримання базової оцінки компанії, з можливістю коригування на основі інших факторів, таких як потенціал прибутку та ринкові умови.

Для здійснення оцінки Kernel Holding S.A. за витратним підходом, необхідно визначити загальну вартість активів компанії, та від цієї суми вирахувати зобов'язання. Загальна вартість активів становить 4 185,6 млн дол., при цьому сукупні зобов'язання дорівнюють 2 499,4 млн дол. Чисті активи

(балансова вартість компанії) станом на 30 червня 2022 року складають 1 686,2 млн дол. Вартість однієї акції складає 21,78 долари.

Оцінка вартості Kernel Holding S.A. методом чистих активів (витратний підхід)						
Мільйонів доларів США	Історичні показники					CAGR
	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY18-22
Чисті активи	1,177.6	1,346.0	1,494.1	1,948.9	1,686.2	9.4%
Кількість акцій в обігу	81.9	81.9	83.0	84.0	77.4	(1.4%)
Оціночна вартість акцій	\$ 14.37	\$ 16.43	\$ 18.01	\$ 23.19	\$ 21.78	11.0%

Рис. 2.5. Оцінка вартості компанії методом чистих активів.

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [33], [48].

Оцінка вартості акцій за дохідним і витратним методами співпадають. Це означає, що обидва методи дали приблизно однакові результати оцінки, і може бути позитивним сигналом, що підтверджує достовірність оцінки вартості акцій. Однак, це не завжди означає, що оцінка є абсолютно точною. Існує ймовірність, що обидва методи могли допустити однакові помилки або не врахувати деякі фактори, що могли б вплинути на вартість акцій.

Для перевірки результатів оцінки доцільно використати порівняльний метод, що дозволяє співставити результати операційної діяльності та фінансові показники із компаніями-аналогами.

Порівняльний підхід

Для використання порівняльного підходу необхідно визначити компанії-аналоги, які мають схожі характеристики (ринкова капіталізація, діяльність, місцезнаходження та ін.). Далі необхідно порівняти фінансові показники цих компаній, такі як валовий дохід, витрати, прибуток, активи, пасиви та інші, з аналогічними показниками компанії, яку оцінюють.

Порівняльний підхід до оцінки вартості компанії є орієнтовним методом, і реальна вартість компанії може відрізнятись від оцінки, отриманої з використанням цього підходу. Це пов'язано з тим, що немає двох абсолютно однакових компаній, і порівняння з компаніями-аналогами може бути неточним через різницю в управлінні, ринкових умовах, фінансових показниках тощо.

За допомогою порівняльного підходу можна визначити такі фінансові показники, як P/E (Price to Earnings) – співвідношення ціни акції до прибутку на акцію, P/Bv (Price to Book Value) – співвідношення ціни акції до балансової вартості активів на акцію та інші.

У дослідженні буде використано мультиплікатор EV/EBITDA, що розраховується як відношення вартості компанії до отриманого прибутку до вирахування витрат на амортизацію, виплату процентів і сплату податків. Даний показник є ринковою оцінкою одиниці прибутку і за своєю природою є схожим до мультиплікатора P/E, однак замість ринкової капіталізації він враховує реальну ринкову ціну компанії, а замість чистого прибутку – нормалізований показник EBITDA.

Переваги використання мультиплікатора є наступними:

- уникнення ефекту амортизації, оскільки чистий прибуток корпорації залежить від політики амортизації активів, що дає більш точну картину здатності корпорації генерувати готівку;
- більш справедлива оцінка корпорацій з різним рівнем заборгованості. У разі великого боргу в однієї з компаній-аналогів, показник P/E може бути спотвореним, а EV/EBITDA враховує борг та капітал, вкладений в корпорацію;
- P/E корисний для порівняння корпорацій з однаковою структурою капіталу, тоді як EV/EBITDA можна застосовувати для корпорацій з різною структурою через фактор врахування боргу та капіталу.

При розрахунках важливо використовувати саме нормалізований EBITDA – показник, що є модифікованою версією EBITDA і не враховує нестандартні або неочікувані доходи та витрати, які виникли внаслідок нерегулярних подій (продаж частини активів, витрати на реорганізацію бізнесу, одноразова виплата премій та ін.). Нормалізований EBITDA часто використовується інвесторами та аналітиками при оцінці корпорацій перед придбанням або продажем, оскільки

він дозволяє врахувати потенційно значні витрати або доходи, які можуть вплинути на прибутковість корпорації в майбутньому.

Для оцінки відібрано три компанії-аналога – МНР SE, Astarta Holding та KSG Agro, які є українськими агропромисловими холдингами. Ключовою діяльністю компаній є вирощування сільськогосподарських культур, в основному насіння соняшнику та пшениці, а також переробка, зберігання та продаж цих культур, виготовлення соняшникової олії.

Розрахунок мультиплікатора EV/EBITDA для компаній-аналогів проведемо наступним чином:

1. Ринкову капіталізацію корпорації прирівнюємо до вартості капіталу.
2. Щоб розрахувати загальну вартість корпорації (EV), виконаємо реверсивні дії, додаючи до вартості капіталу короткострокові та довгострокові борги, та віднімаючи гроші та їх еквіваленти.
3. Нормалізований EBITDA – це сума чистого прибутку, процентів, податків та амортизації, скоригована на нестандартні доходи та витрати.
4. Значення EV/EBITDA – частка загальної вартості корпорації та нормалізованого EBITDA.

Оскільки нормалізований EBITDA для KSG Agro менший за 0, отримуємо від’ємний мультиплікатор, який недоцільно використовувати для розрахунку вартості Kernel Holding S.A.

Для визначення загальної вартості корпорації Kernel Holding S.A. знаходимо добуток нормалізованого EBITDA та відповідних мультиплікаторів, розрахованих для МНР SE і Astarta Holding. Наступним кроком буде обчислення вартості капіталу як суми загальної вартості корпорації, грошей та їх еквівалентів, за вирахуванням коротко- та довгострокових боргів. Поділивши вартість капіталу на кількість акцій в обігу, отримаємо оціночну вартість однієї акції за двох сценаріїв. Результати обчислень наведені нижче на рис. 2.6.

Оцінка вартості Kernel Holding S.A. методом галузевих коефіцієнтів (порівняльний підхід)						
Мільйонів доларів США	Kernel Holding	MHP SE	Astarta Holding (2021)	KSG Agro (2021)	Нормалізований EBITDA	
					558.7	558.7
Ціна акції (дол.)	\$ 4.3	\$ 6.8	\$ 10.8	\$ 1.0	Мультиплікатор EV/EBITDA	
Кількість акцій в обігу (млн)	84.1	107.0	24.3	15.0	4.1	6.0
Ринкова капіталізація	358.2	725.7	262.8	14.6	Вартість підприємства	
Готівка	604.6	283.3	13.4	0.6	2264.4	3345.3
Борг	1923.9	1883.1	186.1	31.0	Вартість капіталу	
Вартість підприємства	1677.5	2325.6	435.6	45.0	664.6	3172.5
Нормалізований EBITDA	558.7	573.8	72.8	-1.8	Вартість акції (дол.)	
EV/EBITDA	3.0	4.1	6.0	-25.5	7.9	37.7
					Оціночна вартість акції Kernel Holding S.A.	
					\$ 22.8	

Рис. 2.6. Оцінка вартості компанії методом галузевих коефіцієнтів.

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [33], [48].

Більш високі значення мультиплікатора для компаній-аналогів свідчать про те, що компанія Kernel Holding S.A є недооцінена. Вартість акції обчислимо як середнє арифметичне оціночної вартості за двох сценаріїв. Відтак, із використанням порівняльного підходу оціночна вартість Kernel Holding S.A за методом галузевих коефіцієнтів становить 22,8 долари. При цьому оціночна вартість за використання порівняльного підходу на 4,8% вища, ніж за використання дохідного та витратного методів (в абсолютних величинах на 1 долар вища).

Оцінка корпорації за трьома підходами – дохідним, витратним і ринковим – є широко використовуваною практикою при визначенні її вартості, тому що кожен підхід забезпечує різні погляди на вартість корпорації, заснований на різних методологіях та припущеннях. Доцільність використання різних підходів зумовлена різноманіттям факторів, які впливають на формування вартості бізнесу. Дохідний підхід зосереджений на потенційних доходах корпорації та базується на визначенні майбутніх грошових потоків, приведених до їх поточної вартості. Витратний підхід враховує вартість активів корпорації та передбачає калькулювання витрат, які понесуть власники капіталу для заміщення або відтворення об'єкта. Ринковий підхід дозволяє порівняти ключові метрики подібних компаній.

РОЗДІЛ 3

ПРОГНОЗУВАННЯ ВАРТОСТІ КОРПОРАЦІЇ ЗА СУЧАСНИХ УМОВ

3.1 Прогнозування вартості Kernel Holding S.A.

Прогнозування вартості корпорації – це складний процес, який включає в себе ретельне вивчення відповідних ретроспективних показників (вартість корпорації в минулому), фінансових даних корпорації, розуміння ринкової кон'юнктури та галузевих тенденцій, а також оцінку ризиків. В процесі прогнозування вартості корпорації можуть використовуватись різні методи та моделі, які залежать від характеристик корпорації та її галузі.

Аналізуючи зміну вартості корпорації в минулому, можна використати деякі методи для прогнозування майбутньої вартості. Одним із таких методів є аналіз трендів. Метод передбачає вивчення зміни ціни на акції корпорації протягом тривалого періоду часу та визначення загальної тенденції цінових змін. Якщо ціни на акції корпорації зростають з часом, то можна передбачити, що ця тенденція буде продовжуватися в майбутньому, і навпаки.

Технічний аналіз використовується для аналізу руху цін на ринку. Для того, щоб виконати технічний аналіз, необхідно вивчити графіки цін на акції корпорації та визначити ключові рівні підтримки та опори, а також загальний тренд. Після цього можна використовувати різні технічні індикатори та інші методи аналізу для виявлення зміни цін на ринку. Зокрема, аналітики часто використовують такі індикатори, як MA (ковзна середня), MACD (конвергенція/дивергенція ковзних середніх), RSI (індекс відносної сили) тощо.

За нормальних умов функціонування, прогнозування вартості передбачає комплексний аналіз та врахування фінансових показників, таких як рентабельність, оборотність, платоспроможність, ліквідність та інші. Ці показники можуть дати інформацію про те, як добре корпорація використовує свої ресурси та як ефективно вона працює. Крім того, фундаментальний аналіз включає оцінку ринкової кон'юнктури, тенденцій галузі, в якій працює

корпорація, та макроекономічних параметрів, адже стрімкий розвиток ринку може позитивно вплинути на майбутню вартість корпорації, а більш жорстка монетарна політика або надвисока конкуренція негативно впливатимуть на операційну діяльність і, як наслідок, падіння вартості.

Зважаючи на специфіку макроекономічного середовища, в якому функціонує компанія, та високу волатильність ринку агропромислових компаній, використаємо трендовий аналіз. Для прогнозування вартості компанії надалі в дослідженні використовується ринкова вартість. Експоненційне згладжування є одним з методів прогнозування часових рядів, який можна використовувати для прогнозування ринкової вартості корпорації.

Порівняно з методом ковзних середніх, експоненціальне згладжування є більш складним методом, який враховує як минулі спостереження, так і минулі помилки прогнозу для того, щоб робити майбутні прогнози. Цей метод дозволяє згладити коливання в часових рядах та знайти тренд розвитку показника, що аналізується. Експоненційне згладжування присвоює вагу кожному минулому спостереженню, причому більша вага надається крайнім (актуальним) спостереженням. Вага, присвоєна кожному спостереженню, зменшується експоненціально, коли ми аналізуємо більш давні показники [40].

Щоб застосувати експоненційне згладжування для прогнозування ринкової вартості корпорації, першим кроком необхідно зібрати ринкові ціни акцій компанії з біржових котирувань. Дані взято станом на кінець 3 кварталу кожного із років (2013-2023). Біржові котирування дозволяють зробити припущення, що вартість акцій станом на кінець 2023 фінансового року наближено дорівнюватимуть вартості станом на кінець третього кварталу 2023 року, оскільки вона коливалась в діапазоні 18,00-20,28 PLN з початку 2023 календарного року, а жодних значущих змін в компанії впродовж четвертого кварталу не очікується. Варто зазначити, що таке припущення є досить умовним, оскільки котирування можуть змінюватися досить неочікувано.

Вибір прогнозного періоду значною мірою залежить від цілей оцінки. Зважаючи на нестабільність макроекономічного середовища, прогнозний період становить 3 роки. Похибка прогнозу складає 36% за результатами дослідження.

Функція Excel FORECAST.ETS прогнозує майбутні значення на основі історичних за допомогою експоненційного згладжування. Для розрахунку необхідно вказати цільову дату, на яку ми здійснюємо прогноз, що хронологічно знаходиться після історичної часової шкали; історичні значення; власне часову шкалу з однаковим кроком між різними точками (рік). Фактор сезонності використовується для згладжування сезонності, при чому значення "0" робить прогноз лінійним, а "1" автоматично виявляє сезонні значення.

Таблиця 3.1

Прогноз вартості акцій методом експоненційного згладжування

Рік	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ціна акції (PLN)	57.30	28.03	34.85	51.45	69.00	47.75	53.00
Рік	2020	2021	2022	2023	2024 П	2025 П	2026 П
Ціна акції (PLN)	40.10	51.00	26.16	18.49	37.68	35.88	34.08

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [17].

Прогнозовані значення є значно нижчими, аніж оціночна вартість акцій компанії. Це головним чином пов'язано з низхідним трендом, який триває з 2017 року до сьогодні.

Зниження вартості акцій компанії Kernel Holding у довоєнний період пов'язане з кількома факторами. Ціни на зерно суттєво впливають на фінансові результати компанії Kernel Holding. Згідно з даними Statista, у 2017 році ціни на пшеницю та кукурудзу були відносно високими, проте з 2018 року вони почали поступово знижуватись. У 2019 році ціни на пшеницю були на найнижчому рівні за останні 10 років, а ціни на кукурудзу також суттєво знизилися. Падіння цін на зернові культури, спричинене збільшенням виробництва на світовому ринку, а

також впливом міжнародних торгових конфліктів та економічних санкцій, призвело до зниження прибутку компанії та зменшення вартості її акцій. Загальна економічна нестабільність та невпевненість на світових фінансових ринках можуть вплинути на загальну довіру інвесторів до компанії. Як зазначає сама компанія у звіті 2019 року, недостатнє фінансування аграрного сектора в Україні є однією з причин зниження вартості акцій.

Пандемія COVID-19 викликала значні затримки у перевезенні продуктів, що призвело до затримок в поставках та погіршення ситуації з заборгованістю клієнтів. Крім того, закриття ресторанів та інших закладів громадського харчування призвели до зменшення попиту на деякі продукти, такі як соняшникова олія, а також до зменшення цін на інші товари. Не зважаючи на це, валовий дохід компанії за період з січня по вересень 2020 року збільшився на 15% порівняно з аналогічним періодом 2019 року.

В 2021 році Kernel Holding S.A. досягла піку в таких показниках, як виторг та чистий дохід, що мало прямий вплив на вартість компанії. Однак у 2022 році вартість акцій знизилась майже вдвічі у зв'язку з несприятливими макроекономічними умовами та реалізацією ризиків.



Рис. 3.1. Вартість акцій Kernel Holding S.A. з 2013 року, включаючи прогнозовані значення (2023-2026 рр.).

Джерело: розрахунки автора у таблиці Excel на основі [49].

Якщо компанія є стабільною та має довгострокову перспективу розвитку, то фундаментальний аналіз може бути більш ефективним для прогнозування її вартості. На ринкову вартість корпорації впливають не лише ті фактори, які здійснювали свій вплив в минулому, але й фактор війни, який закладає значні ризики. Аналіз ринкової вартості не дозволяє спрогнозувати адекватний показник в майбутніх періодах, оскільки суттєво змінились умови функціонування бізнесу. Надалі використовуємо внутрішню вартість корпорації та дохідний підхід до оцінки вартості, щоб спрогнозувати вартість Kernel Holding S.A. на 2024 рік.

Використаємо вже існуючий прогноз вільного грошового потоку для фірми, а також прогнозоване методом коригування значення FCFF для 2023 року, та візьмемо 2024 фінансовий рік за базовий рік. Оцінка вартості у 2024 році і буде майбутнім прогнозом на цей період. Враховуючи ті самі параметри, що використовувались при оцінці вартості Kernel Holding S.A з використанням методу дисконтованих грошових потоків, розрахуємо термінальну вартість компанії. Продисконтуємо термінальну вартість у періоді t-1 і обчислимо вартість компанії у 2024 році як суму дисконтованої термінальної вартості та дисконтованих грошових потоків.

Оцінка вартості компанії	
Вхідні параметри	
Ставка дисконтування	28.1%
Темп зростання	4.0%
Термінальна вартість	
Термінальна вартість	642
Дисконтована термінальна вартість	391
Вартість компанії	
Вартість компанії прогнозована	937
Кількість акцій в обігу	77
Вартість за акцію прогнозована	\$ 12.1

FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
0	1	2	3
Вільний грошовий потік для фірми			
12	147	19	155
Чиста приведена вартість FCFF			
- -	189	32	325

Рис. 3.2. Прогнозування вартості акцій Kernel Holding S.A. станом на 30 червня 2024 року.

Джерело: розрахунки автора у таблиці Ексел на основі [33], [48].

Прогнозована вартість за використання дохідного методу є значно вищою за вартість, спрогнозовану за використання трендового аналізу. Це засвідчує те, що відбулась різка зміна фундаментальних факторів, які лежать в основі ціни акцій компанії. Як прогнозована, так і оціночна вартість суттєво перевищують ринкову вартість Kernel Holding S.A., що безпосередньо пов'язано зі змінами в економічному, політичному, соціальному середовищі, структурними змінами на ринку та фундаментальними змінами в самій компанії (зменшення прибутків, збільшення витрат, зниження ліквідності і т.д.). Прогнозована вартість радше відображає внутрішню вартість компанії.

Гіпотеза ефективності ринку – це концепція, відповідно до якої ринок завжди відображає всю доступну інформацію про ціну активів, а ціна активу в свою чергу відображає його справжню вартість. Іншими словами, гіпотеза стверджує, що вся інформація про актив, така як фінансові звіти, новини, розміщення замовлень та інші, враховується ринком в момент формування ціни активу, тому немає можливості отримати вигоду, використовуючи цю інформацію.

Інвестори намагаються знайти ринки, на яких ця гіпотеза несправедлива, оскільки це дає можливість купити активи, які недооцінені, щоб пізніше продати їх, коли актив досягне своєї справедливої вартості. Не зважаючи на загальну ефективність ринків, в ході дослідження встановлено, що порушується гіпотеза ефективності ринку для даної компанії, за якої рівноважна ціна (ринкова вартість) наближається до внутрішньої вартості [44].

Прогнозування вартості корпорації є складним процесом, а отже існує низка труднощів, з якими може зіштовхнутись аналітик.

1. Невідомість майбутніх ризиків. Існують ризики, пов'язані з майбутніми подіями, які можуть вплинути на вартість корпорації. Наприклад, війна, зміна законодавства, кризові ситуації на ринку, зміна конкуренції та інші фактори значно впливають на вартість корпорації і її здатність генерувати доходи.

2. Неправильно обраний підхід. Оцінка базується на деяких параметрах, які властиві корпорації. Однак існує велика відмінність цих параметрів між корпораціями, залежно від галузі, капіталізації компанії, специфіки ринку та конкуренції на ньому, екзогенних факторів. Якщо необхідні параметри не визначені правильно, або обрано підхід до оцінки, який не відповідає вимогам щодо параметрів, то можуть бути отримані неточні результати.

3. Обмеження методів. Існують різноманітні методи прогнозування вартості корпорації, але кожен з них має свої обмеження. Наприклад, методи, що базуються на попередніх показниках, недоцільно використовувати у випадку, якщо зміниться ситуація на ринку, або в самій корпорації.

4. Неоднорідна доступність інформації. В учасників ринку доступ до інформації є неоднаковим. Аналітик може покладатись лише на публічні дані, як от щорічна або проміжна звітність компанії, прес-релізи та заяви.

5. Вплив суб'єктивних факторів. Досвід та експертні знання аналітика впливають на результати прогнозування, оскільки припущення, закладені в модель, можуть призвести до недооцінки чи переоцінки вартості корпорації.

6. Конфлікт інтересів. Оцінка вартості корпорації може бути завищена, якщо вона проводиться власником, управляючим або іншою зацікавленою стороною. З іншого боку, якщо інвестор або компанія купує долю акцій цієї корпорації, або ж здійснює поглинання – ця сторона зацікавлена у навмисному зниженні вартості.

Прогнозування вартості компанії Kernel Holding S.A. може бути складним через низку факторів. Кернел здійснює діяльність у галузі сільського господарства, де природні фактори, такі як погода та врожайність, неможливо спрогнозувати. Галузь є чутливою до змін в цінах на сировину (зерно, нафта, добрива тощо), які в свою чергу змінюються через глобальні економічні та політичні події. Збільшення обсягу виробництва сільськогосподарської

продукції та поява нових гравців на ринку є суттєвою загрозою зниження вартості акцій компанії.

Два олійно-переробних заводи залишаються недоступними в зоні підвищеного ризику в Харківській області, де відбуваються регулярні обстріли з боку російських окупантів. Групі вдалося збільшити завантаження потужностей своїх заводів у січні-березні 2023 року порівняно з попереднім кварталом, враховуючи стабілізацію електропостачання в Україні та розширення зернового коридору. Жорстка конкуренція між українськими терміналами за квоти на експорт сільськогосподарської продукції через зерновий коридор є несприятливими для компанії, оскільки компанії, які обробляють відносно менші обсяги, отримують непропорційно високі квоти, що перешкоджає максимізації обсягів експорту. Запровадження обмежень на імпорт та транзит країнами ЄС ще більше знижує обсяги експорту сільськогосподарської продукції з України [26].

Ключовим ризиком на сьогодні залишається тривала повномасштабна військова агресія росії проти України. Це не лише загроза для безпеки та територіальної цілісності країни, а й негативні наслідки для бізнесу. Для компанії, що займається виробництвом та експортом зернових та олійних культур, можливі перешкоди у вирощуванні та зборі врожаю через окупацію територій, недостатні ресурси, а також потенційне втручання у виробничі процеси. Оскільки значна частина бізнесу базується на експорті продукції, обмеження у зовнішньоекономічній діяльності значною мірою впливають на ведення бізнесу.

30 березня 2023 року компанія Namsen Limited оголосила тендерну пропозицію щодо делістингу акцій Kernel Holding S.A. 13 квітня 2023 року Рада Директорів вирішила вивести акції Кернел з торгів на регульованому ринку, що функціонує на Варшавській фондовій біржі. Серед вказаних причин невідповідність вигод від статусу публічної компанії порівняно з фінансовими витратами для підтримки цього статусу. Компанії не вдалось залучити фінансовий капітал, а польські інвестори не є основними акціонерами. Приватна

форма власності знижує чутливість компанії до коливань на фондовому ринку [15].

Дослідження встановило, що акції компанії Kernel Holding S.A. є значно недооцінені інвесторами на біржі. Делістинг матиме суттєві переваги для Групи компаній, оскільки керівництво зможе зосередитися на стратегічному плануванні та сталому розвитку, уникнувши при цьому розбіжностей з акціонерами щодо стратегій. Компанія запропонувала ціну 18,5 злотих (4.5 дол. США) за акцію, що є нижчою, ніж ринкова ціна попередніх пропозицій (19,8 злотих), оціночна вартість у 21,8 дол. США, та прогнозована вартість станом на 30 червня 2024 року у 8,41 дол. США за технічними і 12,1 дол. США за фундаментальним аналізом.

3.2 Доцільність прогнозування вартості корпорації за умов нестабільного макроекономічного середовища

Прогноз вартості корпорації в нестабільному середовищі є складним та потребує комплексного підходу, що враховуватиме усі поточні та майбутні фактори, які формують вартість. Ризик втрати прибутку підкріплений економічними кризами, політичною нестабільністю, волатильністю валютного курсу. Математичні методи дозволяють спрогнозувати вартість корпорацій в наступних періодах, однак похибка прогнозу з кожним наступним періодом буде збільшуватися.

За поточних макроекономічних умов і нестабільного зовнішнього середовища зробити прогноз на основі фінансово-економічних фундаментальних показників неможливо. Прогнозування та кількісні розрахунки потребують якісного аналізу. З метою збору та оцінки всіх факторів, які мають вплив на оцінювану компанію та її конкурентну позицію на ринку, було використано інструментарій оцінки зовнішнього та внутрішнього середовища компанії – SWOT і PESTEL.

Прогнозування вартості корпорації доцільно здійснювати, оскільки воно може допомогти керівництву та інвесторам виявити потенційні загрози та

можливості, які виникають у цьому середовищі. Точність оцінки буде залежати від експертності аналітика та врахування всіх факторів, які впливають на фінансовий результат компанії.

Важливо розуміти загальний макроекономічний фон, який має безпосередній вплив на діяльність вітчизняних корпорацій. Зростання цін має неоднозначний вплив, оскільки з одного боку збільшується вартість споживання, підвищуються доходи домогосподарств і фірм, зростають прибутки у сфері сільського господарства. Однак негативним аспектом є зростання матеріальних витрат на працю, сировину і матеріали. Щодо домогосподарств, то суб'єкти господарювання із низьким рівнем доходів потерпають найбільше через зростання цін на продукти. Більш ніж 53 країни, що розвиваються, зазнали негативного впливу відносно їх благополуччя. Значною мірою зросла нерівність доходів і знизилась купівельна спроможність населення. Політика протекціонізму збільшує втрати добробуту [39].

Повномасштабна війна в Україні негативно впливає на добробут та має важкі наслідки для населення. Оцінка впливу війни вимагає врахування не лише монетарних факторів (ВВП, процентна ставка, інфляція), а й немонетарних (еміграція, інституційна деградація, зниження соціальної довіри). Відновлення економіки України потребує проведення економічних реформ та значних ресурсів, які будуть направлені на пріоритетні сектори економіки. Для відбудови та забезпечення сталого розвитку важливо залучити інвестиції та підтримку міжнародних організацій. Забезпечення фінансової безпеки передбачає формування інституційного механізму фінансової політики з метою реалізації та захисту фінансових інтересів держави [5].

В результаті дослідження наведено наступні рекомендації, які можуть допомогти в оцінці та прогнозуванні вартості корпорацій в умовах макроекономічної нестабільності:

1. Врахування як технічних, так і фундаментальних факторів. Фінансові показники, такі як прибуток, активи, заборгованість, ліквідність

дозволяють оцінити фінансовий стан корпорації, встановити компоненти вартості. Технічний аналіз корисний для вивчення зміни цін на акції в межах визначеного часового горизонту з урахуванням факторів середовища, в якому функціонує бізнес.

2. Поєднання трьох підходів для забезпечення більш точного результату. Якщо використовувати тільки один підхід, то результат може бути спотворений через обмеження методу та припущення, які були використані.

3. Врахування змін у припущеннях. Припущення, які лежать в основі балансової вартості певних активів, у тому числі внаслідок несприятливих ринкових умов, можуть призвести до знецінення активів та викривлення оцінки вартості компанії.

4. Проведення якісного аналізу. Кількісні методи оцінки за умови змін фундаментальних припущень є менш точними, тож для комплексного врахування всіх основних факторів доцільно провести якісний аналіз, використовуючи інструменти, такі як SWOT чи PESTEL.

5. Дослідження специфічного ринку. Умови функціонування компаній на українському ринку суттєво відрізняються від міжнародних ринків, зокрема через політичні та макроекономічні причини. Врахування особливостей ринку дозволить виявити потенційні ризики і можливості для компанії.

6. Вивчення конкурентного середовища. Оцінка вартості компанії повинна враховувати конкуренцію в її ринковому сегменті. Доцільно проаналізувати сферу, в якій функціонує корпорація, кількість і силу конкурентів, їхні продукти та послуги, ринкову долю, легкість входу нових гравців на ринок. Якщо компанія має суттєві конкурентні переваги, то це може позитивно вплинути на вартість її акцій.

Дотримання цих рекомендацій дозволить отримати більш точну оцінку вартості корпорації та зробити більш об'єктивний прогноз щодо його майбутньої вартості. Адекватна інформація необхідна зацікавленим сторонам для прийняття правильних та обґрунтованих рішень.

ВИСНОВКИ

У кваліфікаційній роботі магістра було досліджено теоретичні засади і здійснено практичну оцінку і прогнозування вартості корпорації, а саме визначено сутність оцінки вартості корпорацій, розглянуто підходи до оцінки та методи прогнозування вартості, застосовано дані підходи для оцінки і прогнозування компанії “Kernel Holding S.A.”, а також встановлено доцільність прогнозування вартості корпорацій із наведенням рекомендацій для підвищення точності оцінки та прогнозу. Серед основних висновків важливо виокремити наступні:

1. Оцінка та прогнозування вартості компаній є важливим завданням, яке має практичне значення для зацікавлених сторін – інвесторів, банків, державних органів та самих компаній. Актуальність теми зумовлена тим, що вартість корпорації є важливим показником його фінансового стану і відображає ринкову оцінку його майна, зобов'язань та потенціалу. Розрахунок вартості корпорації дозволяє спрогнозувати її ринкову ціну, дохідність і ризики, а також розробити стратегічні рішення, пов'язані з фінансуванням, інвестуванням та продажем корпорації.

2. Для проведення оцінки вартості бізнесу необхідно враховувати ряд зовнішніх та внутрішніх факторів, таких як фінансовий стан корпорації, її поточну та майбутню дохідність, ризики та перспективи розвитку. В ході дослідження було встановлено, що отримання об'єктивних і точних результатів потребує застосування різних підходів до оцінки – дохідного, витратного та ринкового. При цьому метод оцінки слід обирати, відштовхуючись від таких параметрів, як капіталізація компанії, галузь, структура активів, грошові потоки, виплата дивідендів тощо. Різні методи оцінки можуть дати різні результати, тому їхнє застосування потребує кваліфікованої оцінки аналітика.

3. Методи прогнозування вартості корпорацій є важливим інструментом для оцінки фінансового стану корпорації та розробки стратегії її подальшого розвитку. Ефективність прогнозування залежить від правильного вибору методів

та якості вхідних даних. Крім того, важливо використовувати не лише кількісні, але й якісні методи аналізу, щоб отримати більш повне уявлення про фактори, що впливають на вартість корпорації. Експоненційне згладжування є одним з найпоширеніших методів прогнозування вартості бізнесу. Цей метод дозволяє враховувати не тільки історичні дані, але й надавати більший ваговий коефіцієнт найбільш актуальним даним. Метод доцільно використовувати і для короткострокових, і для довгострокових прогнозів.

4. "Kernel Holding S.A." є однією з найбільших аграрних компаній в Україні. Її діяльність направлена на такі сектори: виробництво, переробка, розлив та дистрибуція соняшникової олії; закупівля та продаж зерна оптом; послуги з обробки та перевалки зерна в портах; послуги з очищення, сушіння та зберігання зерна; вирощування зернових культур та інші аграрні послуги. Компанія має стабільні фінансові результати із помірним рівнем боргового навантаження. При цьому обсяги реалізації щорічно зростають, а середній рівень рентабельності за останні 10 років становить 11%. "Kernel Holding S.A." активно інвестує у розвиток своїх бізнесів, що дозволяє зберігати конкурентну перевагу на ринку та забезпечує майбутній розвиток. Компанія мала стабільну політику щодо виплати дивідендів, однак з 2022 року дивіденди не виплачуються. Кернел має значний досвід у сільськогосподарському виробництві та обробці зерна, а також розвинуту інфраструктуру для транспортування та зберігання зерна. Ці переваги дозволяють ефективно конкурувати на ринку та забезпечувати стабільність своїх фінансових результатів.

5. Для проведення якісної оцінки бізнесу було використано методи SWOT та PESTEL аналізу. Kernel Holding S.A. має диверсифікований портфель продукції та сильну ринкову позицію в аграрному бізнесі в Україні. Кернел володіє сучасними виробничими потужностями, сильним брендом та має фінансову стабільність. Однак компанія є вразливою до політичних та економічних ризиків, а також коливань цін на сировинні товари. Слабкими сторонами є обмежена регіональна присутність та низька ліквідність. Існують

можливості для зростання попиту на продукти харчування та зернові в Азії та Африці, а також виходу на нові ринки. Проте, компанія стикається із загрозами, пов'язаними з політичними та правовими ризиками, логістичними перебоями, втратою критичної інфраструктури та поставок, а також посиленням конкуренції. Компанія може розглянути можливість придбання менших конкурентів для збільшення своєї частки на ринку та досягнення синергії. Необхідно враховувати ризики, пов'язані з людським капіталом, відновлюваними джерелами енергії, державним регулюванням та ключовий ризик ескалації війни.

6. Оціночна вартість Kernel Holding S.A. становить 22,8 дол. США за акцію за дохідним та ринковим підходом. При цьому оціночна вартість за витратним підходом становить 21,8 дол. США. Кількісний аналіз засвідчив те, що акції досліджуваної компанії є значно недооцінені. Якщо оцінка вартості активу з урахуванням усіх зовнішніх та внутрішніх факторів є більш точною, ніж його ринкова ціна, можливе виникнення арбітражу. Аналітики, знаючи про нереалізацію гіпотези ефективного ринку, прогнозують динаміку ринкової вартості та очікують отримати спекулятивні прибутки, здійснюючи операції на ринку цінних паперів. Спекулювання акціями корпорації може призвести до штучного зростання чи падіння їх курсу, що безпосередньо впливає на реальну цінність корпорації. Втрата довгострокової цінності для інвесторів негативно впливає на розвиток бізнесу, зокрема через відтік капіталу на користь короткострокових спекуляцій акціями компанії.

Kernel Holding S.A., усвідомлюючи невідповідність витрат та вигод від статусу публічної компанії, ухвалила рішення про делістинг своїх акцій з Варшавської фондової біржі. Відмовляючись від публічного розміщення акцій, компанія може знизити вплив зовнішніх чинників на вартість акцій і здобути більше гнучкості в управлінні своїм бізнесом, оскільки вона не повинна дотримуватись регуляторних вимог щодо публічних компаній.

7. Прогнозована вартість акцій Kernel Holding S.A. за методом експоненційного згладжування станом на 2024 рік складає 8,41 дол. США. із похибкою прогнозу 36%. Використання внутрішньої вартості корпорації та дохідного підходу дозволило обчислити вартість компанії як суму дисконтованої термінальної вартості та дисконтованих грошових потоків. У 2024 році прогнозована вартість становитиме 12,1 дол. США за акцію. Це свідчить про те, що ринкова вартість цінного паперу потенційно зростатиме. У зв'язку зі зміною факторів, що лежать в основі вартості акцій Kernel Holding S.A., прогнозована вартість із використанням технічного та фундаментального аналізу відрізняється. Постає питання доцільності прогнозування за умов нестабільності макроекономічного середовища та зміни у припущеннях.

8. Для останнього десятиліття характерний потужний розвиток фінансових ринків, глобалізаційні тренди, фінансіалізація світових товарних ринків, зростаюча роль інформаційних технологій та інновацій. Хоча такі тренди можуть позитивно вплинути на вартість акцій, існує ризик фінансової нестабільності. Фінансові кризи та макроекономічні зрушення призводять до падіння вартості акцій компаній. Інфляція в 2022 році у країнах Європи та центральної Азії є найвищою за останні 20 років. Перспективи залишаються нечіткими через можливу ескалацію війни в Україні. Застосування існуючої методології для оцінки та прогнозування вартості корпорацій потребує уваги до деталей, використання правильних підходів, якісних та кількісних даних.

Слід звернути окрему увагу на зміну факторів, що можуть впливати на вартість компанії, та оновлювати оцінку регулярно із прийняттям правильних припущень. Використання різних підходів до оцінки та прогнозування вартості акцій компанії сприяє отриманню більш точних результатів. За сучасних макроекономічних умов існує необхідність доповнити кількісний аналіз якісним, щоб оцінити середовище функціонування корпорації, врахувати політичні та економічні ризики на вітчизняному ринку.

Підсумовуючи, методологія оцінки та прогнозування вартості корпорацій є важливим інструментом для фінансових аналітиків та інвесторів, що дозволяє зробити обґрунтовані рішення щодо інвестицій у корпорації. Вартість бізнесу є ключовим показником, який дозволяє оцінити його перспективи та потенціал. Доцільно здійснювати оцінку та прогнозування вартості з урахуванням рекомендацій, наведених у даному дослідженні.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Альошина Л. Є. Теоретичні аспекти формування ринкової вартості акцій українських підприємств / Л. Є. Альошина // Регіональна економіка. - 2009. - № 2. - С. 81-87.: [Електронний ресурс] – URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/regek_2009_2_12.
2. Біржовий список // Офіційний сайт фондової біржі ПФТС [Електронний ресурс].: – URL: <http://pfts.ua/stock-exchange-pfts/list-pfts>
3. Брезицька О. В. Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства / О. В. Брезицька // Економіка, фінанси, право. – 2010. – № 1. – С. 3–8.
4. Варналій З. С., Анзін Р. О. Сучасний стан та динаміка публічних розміщень акцій вітчизняних компаній на міжнародних ринках капіталу //Економічний аналіз. – 2015. – №. 20. – С. 114-122.: [Електронний ресурс] – URL: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=9d6335a645ca49d90440b4da1c4bde75221ce1db>.
5. Варналій З. С. Фінансова безпека України в системі сталого розвитку економіки в умовах війни //Фінансові інструменти сталого розвитку економіки: матеріали IV міжнародної науково-практичної конференції (12 травня 2022 р.). – Чернівці: Чернівецький нац. ун-т, 2022.–467 с. ISBN 978-966-423-715-1. – 2022. – С. 35.: [Електронний ресурс] – URL: <https://archer.chnu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/6565/1/2022%20Збірник%20матеріалів%20IV%20конференції%20ФІНАНСОВІ%20ІНСТРУМЕНТИ%20СТАЛОГО%20РОЗВИТКУ.pdf#page=35>.
6. Гамма Т. М. Оцінка вартості бізнесу в інтеграційних процесах / Т. М. Гамма // Економічний аналіз. - 2016. - Т. 24, № 2. - С. 71-79.: [Електронний ресурс] – URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/escan_2016_24\(2\)_12](http://nbuv.gov.ua/UJRN/escan_2016_24(2)_12).
7. Глинська Г. Я. Напрямки оцінювання ринкової вартості підприємства як об'єкта для поглинання //Вісник Національного університету “Львівська

- політехніка. – 2007. – С. 28-32.: [Електронний ресурс] – URL: http://vlp.com.ua/files/05_24.pdf.
8. Грошово-кредитна статистика та статистика фінансових ринків.: [Електронний ресурс] – URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>.
9. Делас В. А. Визначення вартості капіталу вітчизняних підприємств //Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. матер. наук.-практ. конференції, 29-30 жовтня 2015 р./Київський національний університет імені Тараса Шевченка.–Київ, 2015.–310 с. – С. 113.: [Електронний ресурс] – URL: <http://econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/science/conferences/2015/Finance/zbirnuk.pdf#page=113>.
- 10.Деревянко Ю. М., Лукаш О. А., Старченко Л. В. Вдосконалення підходів до оцінювання вартості компанії. – 2013.: [Електронний ресурс] – URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/37693/1/derev%e2%80%99yanko_cost.pdf.
- 11.Економічний огляд Європи та Центральної Азії // Світовий Банк.: [Електронний ресурс] – URL: <https://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/europe-and-central-asia-economic-update>.
- 12.Єрмаков О. Ю., Шевелюк О. О. Формування ефективного земельноресурсного потенціалу сільськогосподарських підприємств //Монографія. К.: ЦП «Компринт. – 2013.: [Електронний ресурс] – URL: <https://mydisser.com/dfiles/73309840.doc>.
- 13.Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну діяльність в Україні» від 12.07.2001 р. №2658-III/ Верховна Рада України.: [Електронний ресурс] – URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2658-14/page>.
- 14.Звіт НБУ. Макроекономічний та монетарний огляд.: [Електронний ресурс] – URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MMR_2023-04.pdf?v=4.

15. Кернел йде з Варшавської біржі: чому Веревський хоче зробити компанію приватною.: [Електронний ресурс] – URL: <https://minfin.com.ua/ua/invest/articles/chomu-kernel-zalishae-varshavsku-birzhu-i-yak-ce-vpline-na-inshi-ukrayinski-kompaniyi/>.
16. Коваль І.Ф. Оцінка вартості компаній: методичні підходи та застосування / І.Ф. Коваль // Молодий вчений. – 2017. – № 4(44). – С. 665-668.: [Електронний ресурс] – URL: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP_meta&C21COM=S&2_S21P03=FILA=&2_S21STR=molv_2017_4_157.
17. Консолідована фінансова звітність Kernel Holding S.A.: [Електронний ресурс] – URL: <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports/>.
18. Корж Р. В., Шевчук Н. В. Фінансові аспекти формування вартості підприємства. – 2012.: [Електронний ресурс] – URL: <https://core.ac.uk/reader/197268310>.
19. Лютий І. О., Крупка І. М. Пріоритети розвитку та суперечності функціонування вітчизняного ринку акцій // Наукові праці НДФІ. – 2019. – №. 2. – С. 45-66.: [Електронний ресурс] – URL: http://npndfi.org.ua/docs/NP_19_02_045_uk.pdf.
20. Макарова Л. Д. Особливості застосування порівняльного підходу до оцінювання вартості підприємства/ Л. Д. Макарова, В. Г. Бикова. // Економіка і менеджмент 2017: перспективи інтеграції та інноваційного розвитку: зб. наук. пр. – Д: ДНУ ім. О. Гончара, 2017.: [Електронний ресурс] – URL: http://confcontact.com/2017-ekonomika-i-menedzhment/EIM_2017_tom9.pdf – с. 18–20.
21. Національний стандарт №1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав” №1440 від 10.09.2003.: [Електронний ресурс] – URL: <https://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>.

22. Національний стандарт №2 “Оцінка нерухомого майна”, №1440 від 28.10.2004.: [Електронний ресурс] – URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>.
23. Новини компанії Kernel.: [Електронний ресурс] – URL: <https://www.kernel.ua/ua/media-center/news/>.
24. Носова Є. А. Альтернативні методи оцінки вартості бізнесу/ Є. А. Носова// Формування ринкових відносин в Україні: зб. наук. пр. – Випуск 8 (135) – К.: КНУ ім. Т. Шевченка, 2012. – с. 86-90.
25. Носова Є. А. Порівняльна характеристика традиційних методів оцінки вартості підприємства //Формування ринкових відносин в Україні. – 2012. – №. 7. – С. 100-104.: [Електронний ресурс] – URL: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/frvu_2012_7_2_4.pdf.
26. Оновлена інформація про операційну діяльність за 3 квартал 2023 фінансового року: [Електронний ресурс] – URL: <https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2023/04/Kernel-Operations-Update-Q3-FY2023.pdf>.
27. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану.: [Електронний ресурс] – URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk>.
28. Офіційний веб-сайт Української біржі: [Електронний ресурс] – URL: <https://www.ux.ua/ua/issues.aspx>.
29. Офіційний веб-сайт Kernel Holding S.A.: [Електронний ресурс] – URL: <https://www.kernel.ua/>.
30. Пілявоз Т. Прогнозування грошових потоків у оцінці вартості підприємства : дис. – ВНТУ, 2018.: [Електронний ресурс] – URL: <http://ir.lib.vntu.edu.ua/bitstream/handle/123456789/21134/5361.pdf?sequence=3>.

31. Погрібна Н. В. Сучасна філософія світового ринку фінансового капіталу // Збірник наукових праць затверджено Вченою радою Льотної академії Національного авіаційного університету (протокол № 4 від 27.11. 2019 р.) та Вченою радою Національного авіаційного університету (протокол № 10 від 19.12. 2019 р.). – С. 126.: [Електронний ресурс] – URL: <https://fmnzb.sfa.org.ua/wp-content/uploads/2020/03/18.pdf>.
32. Ралко О. С. Методи визначення ставки дисконтування / О. С. Ралко // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія : Економіка і менеджмент. - 2015. - Вип. 11. - С. 150-153.: [Електронний ресурс] – URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvmgu_eim_2015_11_36.
33. Річний звіт за рік, що закінчився 30 червня 2022 року.: [Електронний ресурс] – URL: https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022_Kernel_Annual_Report.pdf.
34. Рубан О. І. Визначення справедливої вартості акціонерного капіталу українських компаній / О. Рубан // Світ фінансів. – 2008. – № 3(16) – с.118-125.
35. Субіна В. Ю., Гурська Л. Л. Прогнозування розвитку агрохолдингів в Україні // «Аналітико-прогностична оцінка розвитку підприємств аграрного сектору в умовах міжнародної інтеграції» 10 вересня 2020 р. – с.79.: [Електронний ресурс] – URL: https://nubip.edu.ua/sites/default/files/u210/zbirnik_vseukr._stud._konferenciyi.pdf#page=79.
36. Уколова О. О. Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства / О. О. Уколова // Управління розвитком: зб. наук. пр. – Випуск 14 (154) – Х.: ХНЕУ, 2013.: [Електронний ресурс] – URL: <http://www.repository.hneu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/4167/pdf>.
37. Черняк О. І. та ін. Економетрика: підручник / Черняк О.І.; Ставицький А.В.; Баженова О.В. Шебаніна О.В.; За ред. О.І. Черняка. – Миколаїв, 2014. - 414 с.

38. Шевченко С. А., Нікітенко Ю. П. Теоретичні засади управління вартістю суб'єктів господарювання сфери АПК в сучасних умовах // Актуальні проблеми та перспективи розвитку маркетингового управління. – КНУТД, 2016.: [Електронний ресурс] – URL: https://er.knutd.edu.ua/bitstream/123456789/4073/1/Konf20161104_IV_P110-112.pdf.
39. Agricultural Trade, Food Prices, and Household Welfare: The Impact of the Ukraine War / World Bank / E.Artuc, G.Falcone, G.Porto, B.Rijkers.: [Electronic resource] – URL: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/cf35f8cba5a275e4cd84452a4d1546d7-0050022022/original/Ukraine-PRT-Dec7-Rijkers.pdf>.
40. Brown R. G. Smoothing forecasting and prediction of discrete time series / R. Brown. – N.Y., 1963.
41. Corporate finance Institute. (2022). Asset-Based Valuation.: [Electronic resource] – URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/asset-based-valuation>.
42. Damodaran A. Country Default Spreads and Risk Premiums / A. Damodaran 2023.: [Electronic resource] – URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.
43. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset / A. Damodaran. Third edition. Wiley finance series, 2012.: [Electronic resource] – URL: <https://suhaplanner.files.wordpress.com/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>.
44. Fama E.F., Miller M.H. The Theory of Finance. – The University of Chicago: Holt, Rinehart and Winston, Inc., 1972. – 346 p.
45. Kernel Holding SA Stock Price Today.: [Electronic resource] – URL: <https://www.investing.com/equities/kernel-holding> (access date: 01.04.2023).

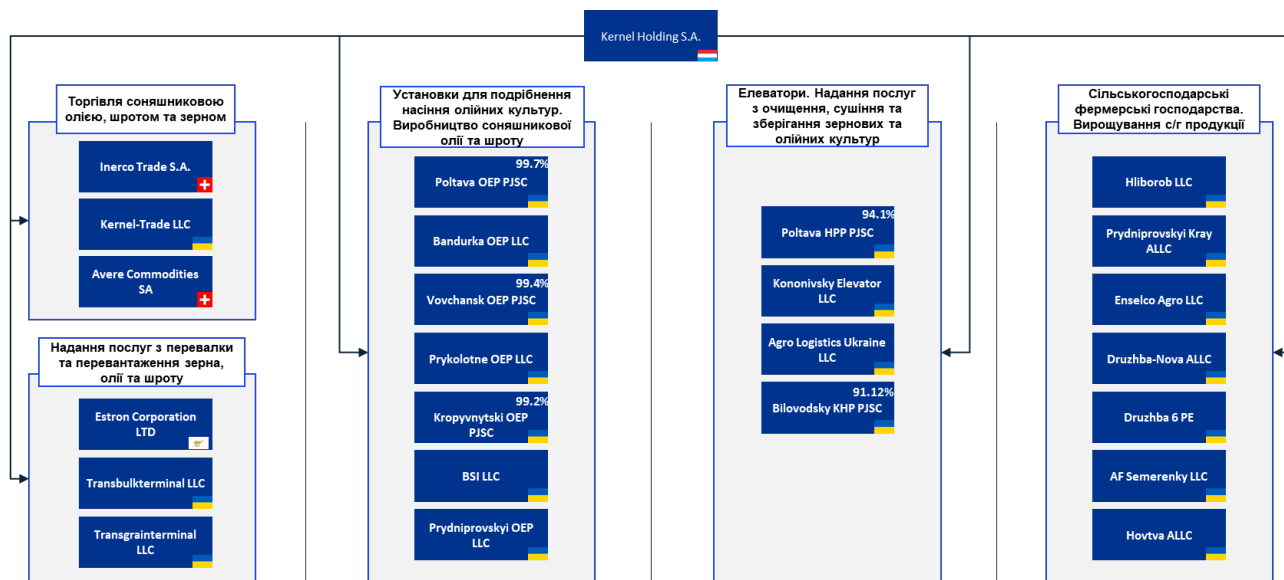
46. Koller T., Murrin J., Copeland T. Valuation: measuring and managing the value of companies //Language. – 2000. – T. 16. – 490p.
47. Official Bloomberg website.: [Electronic resource] – URL: <https://www.bloomberg.com/quote/0KE:GR?leadSource=uverify%20wall>.
48. Official Refinitiv website.: [Electronic resource] – URL: <https://workspace.refinitiv.com/web/Apps/Corp/?s=KER.WA&st=RIC#/Summary>.
49. Official Yahoo website.: [Electronic resource] – URL: <https://finance.yahoo.com/quote/KER.WA?p=KER.WA&.tsrc=fin-srch>.
50. Pinto J., CFA, Henry E., CFA, Stowe J.D., CFA and Robinson T.R., CFA (2007), Equity Asset Valuation, 2nd ed, John Wiley & Sons, New Jersey, USA.
51. Quantifying War-Induced Crop Losses in Ukraine in Near Real Time to Strengthen Local and Global Food Security / World Bank / K.Deininger, D.Ayalew Ali, N. Kussul, A.Shelestov. G.Lemoine, H.Yailimova.: [Electronic resource] – URL: <https://suhaplanner.files.wordpress.com/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>.

ДОДАТКИ

Додаток А

Рис. А.1

Структура компанії станом на 30 червня 2022



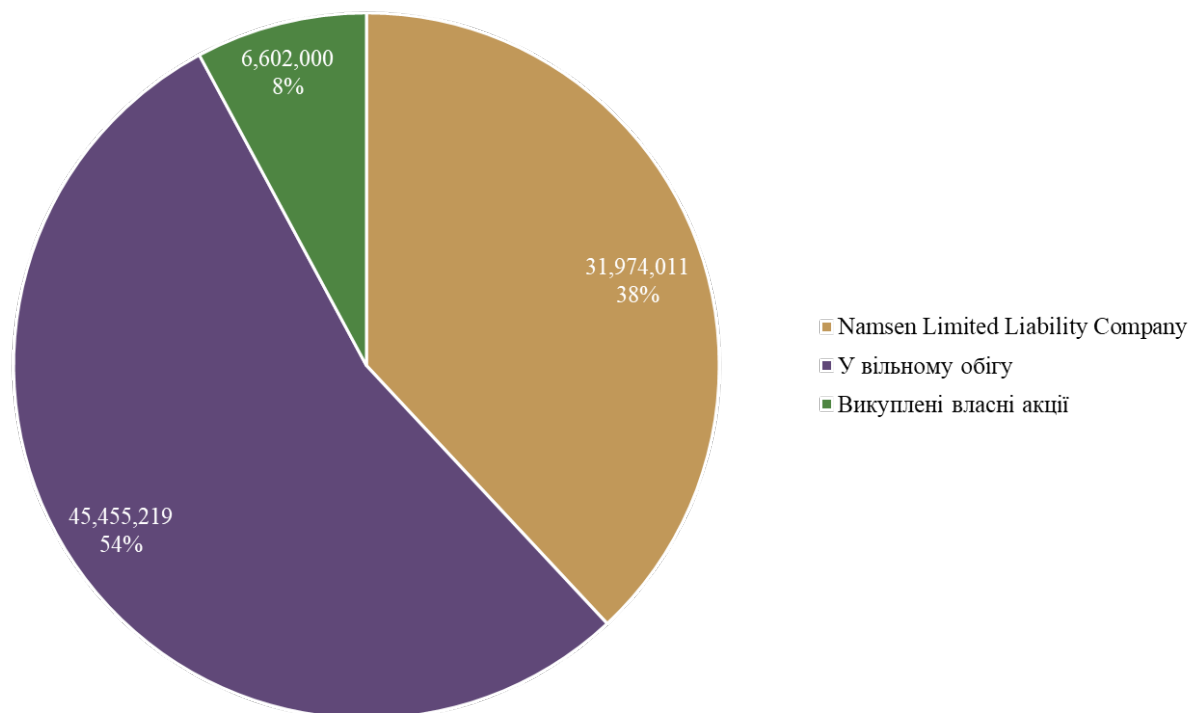
Джерело: Складено автором на основі [33].

Примітка: Частка акцій становить 100%, якщо інше не зазначено.

Додаток Б

Рис. Б.1

Розподіл акцій станом на 30 червня 2022 року



Джерело: Складено автором на основі [33].

Додаток В

Таблиця В.1

Торгові марки Kernel Holding S.A.

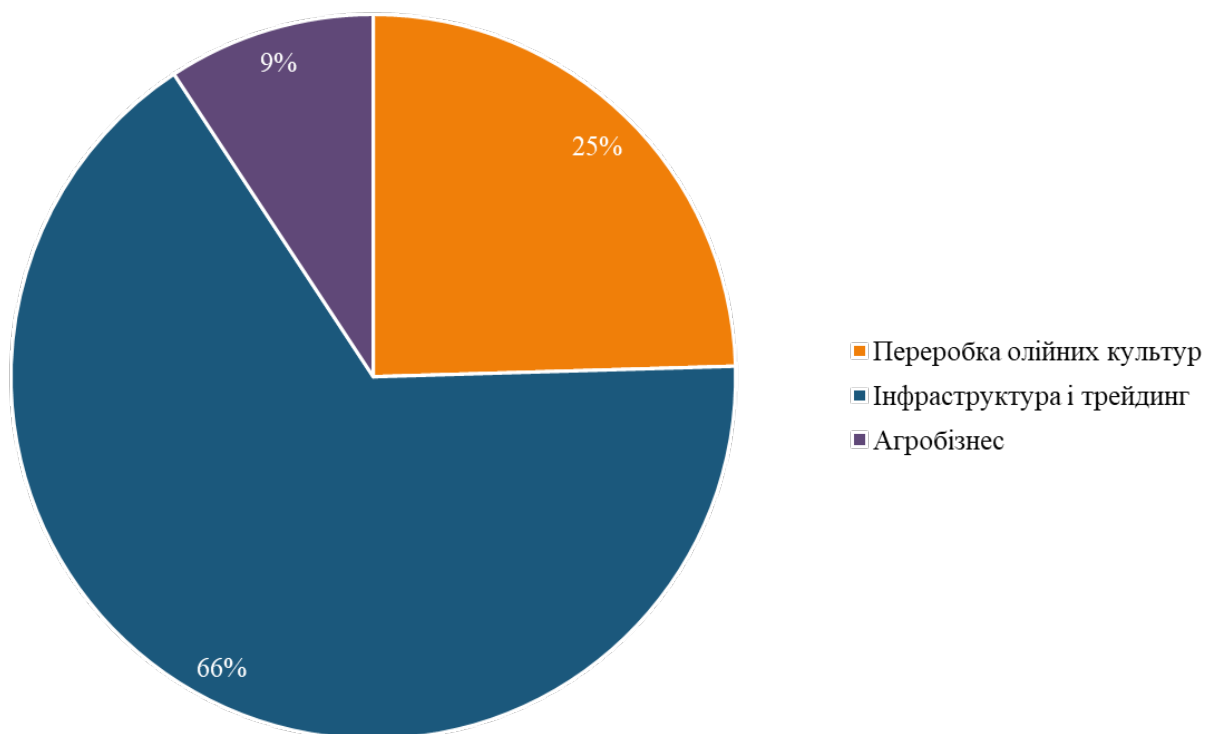
 <p>“Щедрий Дар”</p> <p>Національний бренд, що входить до трійки лідерів ринку соняшникової олії в Україні. Виготовляється за двома технологіями: холодної рафінації та першого віджиму</p>	 <p>“СТОЖАР”</p> <p>Рафінована олія для універсального використання: смаження, випікання, приготування дресінгів, соусів.</p>
 <p>Соняшникова олія “ЧУМАК”</p> <p>Преміум-олія. Асортиментний ряд складається з рафінованої олії “ЧУМАК Золота” і нерафінованої “ЧУМАК Домашня”.</p>	 <p>“QLIO”</p> <p>Асортиментний ряд ТМ “QLIO” містить олію extra virgin та оливки.</p>
 <p>“MARINADO”</p> <p>Національний бренд, який входить до п'ятірки лідерів у категорії «Овочева консервація». “MARINADO” пропонує більше 30 видів продуктів різних товарних груп – овочеву консервацію та натуральні соуси (хрін, гірчицю, томатну пасту).</p>	 <p>“Le Blanc”</p> <p>Асортимент “Le Blanc” складається з 4-х позицій: 1 л, 1,6 л, 3 л або 5 л</p>
 <p>“KERNEL”</p> <p>Виробник соняшникової олії №1 у світі. Асортимент “KERNEL” складається з 4-х позицій: 0,5 л, 1 л, 2 л та 5 л.</p>	 <p>“Premi”</p> <p>«Premi» створено з добірного насіння соняшника, очищеного за допомогою спеціальної технології Soft Column. ТМ «Premi» розливається в ергономічні пляшки різного об'єму: 1 л, 1,6 л, 3 л та 5 л.</p>

Джерело: Складено автором на основі [29].

Додаток Г

Рис. Г.1

Виторг у розрізі сегментів за 2022 рік



Джерело: Складено автором на основі [33].

Додаток Д

Таблиця Д.1

Баланс Kernel Holding S.A. станом на 30 червня 2022 та 30 червня 2021

	As of 30-Jun-22	As of 30-Jun-21
Assets		
Current assets		
Cash and cash equivalents	447,625	574,040
Trade accounts receivable	142,738	381,124
Prepayments to suppliers	107,167	127,726
Corporate income tax prepaid	12,228	12,041
Taxes recoverable and prepaid	204,686	185,966
Inventory	953,922	332,027
Biological assets	161,911	376,644
Other financial assets	205,811	294,156
Assets classified as held for sale	287,068	-
Total current assets	2,523,156	2,283,724
Non-current assets		
Property, plant and equipment	1,018,073	1,065,205
Right-of-use assets	247,740	364,699
Intangible assets	124,198	62,144
Goodwill	71,620	120,925
Deferred tax assets	41,568	15,098
Non-current financial assets	52,532	46,322
Other non-current assets	106,725	38,462
Total non-current assets	1,662,456	1,712,855
Total assets	4,185,612	3,996,579
Liabilities and equity		
Current liabilities		
Trade accounts payable	161,342	150,061
Advances from customers and other current liabilities	89,200	140,543
Corporate income tax liabilities	7,411	46,504
Short-term borrowings	1,093,087	13,888
Current portion of long-term borrowings	-	21,715
Current portion of lease liabilities	39,111	37,338
Current bonds issued	595,038	212,495
Interest on bonds issued	7,612	15,353
Other financial liabilities	128,537	278,918
Liabilities associated with assets classified as held for sale	116,848	-
Total current liabilities	2,238,186	916,815
Non-current liabilities		
Long-term borrowings	-	227,740
Lease liabilities	200,441	287,154
Deferred tax liabilities	21,893	20,806
Bonds issued	-	593,942
Other non-current liabilities	38,871	1,216
Total non-current liabilities	261,205	1,130,858
Equity attributable to Kernel Holding S.A. equity holders		
Issued capital	2,219	2,219
Share premium reserve	500,378	500,378
Additional paid-in capital	39,944	39,944
Treasury shares	(96,897)	-
Equity-settled employee benefits reserve	-	1,850
Revaluation reserve	104,303	57,290
Other reserves	-	(896)
Translation reserve	(816,490)	(703,034)
Retained earnings	1,949,731	2,048,399
Total equity attributable to Kernel Holding S.A. equity holders	1,683,188	1,946,150
Non-controlling interests	3,033	2,756
Total equity	1,686,221	1,948,906
Total liabilities and equity	4,185,612	3,996,579
Book value	1,683,188	1,946,150
Number of shares	77,429,230	84,031,230
Book value per share (in USD)	22	23
Diluted number of shares	77,429,230	84,031,230
Diluted book value per share (in USD)	22	23

Джерело: [33].

Додаток Е

Таблиця Е.1

Звіт про фінансові результати за 2022 та 2021 фінансовий рік

	For the year ended 30-Jun-22	For the year ended 30-Jun-21
Revenue	5,331,545	5,594,800
Net change in fair value of biological assets and agricultural products	12,537	132,631
Cost of sales	(4,691,973)	(4,821,872)
Gross profit	652,109	905,559
Other operating income	63,694	111,268
Other operating expenses	(44,710)	
General, administrative and selling expenses	(230,405)	(318,284)
Net impairment losses on financial assets	(32,993)	(4,689)
Loss on impairment of assets	(317,028)	(4,561)
Profit from operating activities	90,667	689,293
Finance costs	(130,549)	(147,709)
Finance income	11,322	5,950
Foreign exchange gain/(loss), net	10,140	(6,306)
Other expenses, net	(25,061)	(3,254)
(Loss)/Profit before income tax	(43,481)	537,974
Income tax benefit/(expenses)	2,781	(32,252)
(Loss)/Profit for the period	(40,700)	505,722
(Loss)/Profit for the period attributable to:		
Equity holders of Kernel Holding S.A.	(41,102)	512,708
Non-controlling interests	402	(6,986)
Earnings per share		
Weighted average number of shares	80,187,230	84,031,230
Profit per ordinary share (in USD)	(1)	6
Diluted number of shares	80,187,230	84,031,230
Diluted profit per ordinary share (in USD)	(1)	6

Джерело: [33].

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

Звіт про рух грошових коштів за 2022 та 2021 фінансовий рік

	As of 30 June 2022	As of 30 June 2021
Operating activities:		
(Loss)/Profit before income tax	(43,481)	537,974
Adjustments for:		
Amortization and depreciation	129,676	116,486
Finance costs, net	119,227	141,759
Change in loss allowance for expected credit losses on trade and other receivables	32,993	4,689
Other accruals	4,518	1,762
Gain on disposal of property, plant and equipment	(2,570)	(2,628)
Net foreign exchange loss/(gain)	(7,266)	3,483
Loss on impairment of assets	317,028	3,286
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	(12,537)	(132,631)
(Gain)/Loss on sales of subsidiaries and joint ventures	-	(1,891)
Net loss/(gain) arising on financial assets classified as at fair value through profit or loss	41,333	(20,575)
Write-downs of inventories to net realisable value	98,229	-
Other gain	-	(2,323)
Operating profit before working capital changes	677,150	649,391
Changes in working capital:		
Change in trade receivable and other financial assets	232,076	(241,282)
Change in prepayments and other current assets	(58,369)	(13,538)
Change in restricted cash balance	32	1,819
Change in taxes recoverable and prepaid	(58,918)	(52,961)
Change in biological assets	141,024	71,909
Change in inventories	(937,306)	(90,153)
Change in trade accounts payable	15,126	64,468
Change in advances from customers and other current liabilities	(127,507)	215,771
Cash (used in)/generated from operations	(116,692)	605,424
Interest paid	(130,576)	(133,442)
Interest received	11,321	5,950
Income tax paid	(70)	(18,090)
Net cash (used in)/generated by operating activities	(305,464)	459,842
Investing activities:		
Purchase of property, plant and equipment	(119,678)	(178,296)
Proceeds from disposal of property, plant and equipment	5,876	5,855
Payment for lease agreements	(1,927)	(2,157)
Purchase of intangible and other non-current assets	(178,678)	(3,306)
Proceeds from disposal of intangible and other non-current assets	21,132	-
Acquisition of subsidiaries, net of cash acquired	-	(46,898)
Disposal of subsidiaries	-	2,505
Advances received for disposal of subsidiaries	22,867	4
Loans provided to related parties	(20,065)	(7,184)
Proceeds from return of loans by related parties	15,203	20,321
Payment to acquire financial assets	(38,419)	(272)
Net cash used in investing activities	(293,689)	(205,143)
Financing activities:		
Proceeds from borrowings	1,073,642	296,125
Repayment of borrowings	(230,240)	(257,392)
Payment of dividends	(34,069)	(35,293)
Financing for farmers	(11,475)	(1,053)
Repayment of lease liabilities	(9,671)	(32,712)
Repurchase of treasury shares	(96,897)	-
Repurchase of share options	-	(11,484)
Proceeds from bonds issued	-	299,286
Transactions costs related to corporates bonds issue	-	(2)
Repayment of corporate bonds	(213,110)	(286,890)
Premium for early repayment of bonds	(2)	(16,108)
Net cash generated/ (used in) by financing activities	476,292	(47,949)
Effects of exchange rate changes on the balance of cash held in foreign currencies	(3,423)	(104)
Net increase in cash and cash equivalents	(126,284)	206,646
Cash and cash equivalents, at the beginning of the year	573,850	367,204
Cash and cash equivalents, at the end of the year	447,566	573,850

Джерело: [33].