

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА  
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ  
КАФЕДРА ФІНАНСІВ

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

на тему:

**ТРАДИЦІЙНІ ТА АЛЬТЕРНАТИВНІ МЕТОДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ  
БІЗНЕСУ**

Студента 2-го курсу денної форми навчання  
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа  
та страхування»

освітньо-професійної програми  
«Корпоративні фінанси»

**Нестерова Дмитра Олександровича**

Науковий керівник:

кандидат економічних наук, доцент

**Делас Віталіна Анатоліївна**

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

Студент \_\_\_\_\_

Робота допущена до захисту в Екзаменаційній комісії рішенням кафедри фінансів  
від «11» травня 2022 р., протокол № 12.

Завідувач кафедри фінансів,  
доктор економічних наук, професор  
Лютий Ігор Олексійович \_\_\_\_\_

Київ – 2022 р.

## ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ	6
1.1. Економічний зміст оцінки вартості бізнесу, її завдання і значення у фінансовій та управлінській діяльності	6
1.2. Характеристика традиційних методів оцінки вартості бізнесу	13
1.3. Сутність та зміст альтернативних методів оцінки вартості бізнесу	17
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ВАРТОСТІ АГРОХОЛДИНГУ КЕРНЕЛ ТРАДИЦІЙНИМИ ТА АЛЬТЕРНАТИВНИМИ МЕТОДАМИ ОЦІНКИ	22
2.1. Аналіз середовища агрохолдингу Кернел, її загальна характеристика	22
2.2. Оцінка вартості Кернел методом дисконтування грошових потоків	26
2.3. Оцінка вартості Кернел за опціонною моделлю Блека-Шоулза	38
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ОЦІНОЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ	43
3.1. Шляхи вдосконалення оціночної діяльності в Україні	43
3.2. Визначення комплексу заходів для бізнесу задля підвищення ринкової вартості	49
3.3. Порядок переоцінки вартості бізнесу внаслідок війни	52
ВИСНОВКИ	57
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	59
ДОДАТКИ	65

## ВСТУП

В умовах глобалізації одним з ключових завдань фінансового менеджменту є адекватна оцінка вартості компанії. Важливість цього питання загострюється під час економічного спаду, який наразі переживає світова економіка в умовах світової кризи, пов'язаної з пандемією COVID-19. Будь-яка компанія може потенційно стати об'єктом операції купівлі-продажу, злиття, поглинання, об'єднання чи відділення. І для підвищення якості таких операцій необхідно здійснювати оцінку бізнесу. Вона сприятиме більш ефективному процесу прийняття рішень, демонструватиме конкурентоспроможність компанії, та визначатиме їх ціну в разі можливого продажу. А найважливіше – сприятиме реалізації інвестиційних рішень, формуватиме інвестиційну базу та допомагатиме в розробці інвестиційних стратегій.

Також слід зазначити, що актуальності теми дослідження додає повномасштабна війна, розв'язана російською федерацією проти України. Адже наслідком будь-якої війни, що носить руйнівний характер, є величезні збитки, особливо для великого бізнесу. Тому локально для України питання коронавірусу відходить на задній план, адже війна несе набагато більш руйнівні наслідки, і вони будуть мати великий вплив протягом війни і протягом десятиліття після її завершення.

Метою роботи є узагальнення теоретичного та практичного досвіду оцінки вартості бізнесу, розробка рекомендацій щодо удосконалення методичних підходів і практичних механізмів оцінки в умовах глобалізації.

Реалізація цієї мети передбачає постановку і вирішення наступних завдань:

- розкрити економічний зміст оцінки вартості бізнесу та її значення у фінансовій та управлінській діяльності;
- дати характеристику традиційних методів оцінки вартості бізнесу;
- розглянути сутність та зміст альтернативної оцінки вартості бізнесу;

- провести аналіз економічного середовища агрохолдингу Кернел;
- оцінити вартість агрохолдингу Кернел за допомогою дохідного методу оцінки;
- оцінити вартість агрохолдингу Кернел за допомогою моделі Блека-Шоулза;
- розробити рекомендації щодо покращення оціночної діяльності в Україні;
- визначити можливі заходи щодо підвищення ринкової вартості бізнесу в Україні;
- окреслити можливі виклики для оціночної діяльності в Україні, пов'язані з переоцінкою вартості бізнесу за наслідками війни.

Об'єктом роботи є методи оцінки вартості бізнесу.

Предметом роботи є теоретичні засади та практичний інструментарій визначення методів оцінки вартості бізнесу.

Наукова новизна роботи полягає в порівнянні традиційних та альтернативних методів оцінки вартості бізнесу як з теоретичної так і з практичної площини, в наданні державі рекомендацій щодо покращення практики оцінки бізнесу, а також в наданні пропозицій здійснення оцінки збитків бізнесу внаслідок війни.

При дослідженні економічної сутності оцінки вартості бізнесу використовувався метод економічного аналізу. Для розрахунку вартості бізнесу традиційними та альтернативними методами використовувались методи економіко-математичного та статистичного моделювання. Методи моделювання, аналізу та узагальнення використовувались при визначенні напрямів покращення оціночної діяльності в Україні. Для наочного подання даних були застосовані табличний та графічний методи. Для написання висновків та рекомендацій був застосований евристичний метод.

Інформаційною базою є підручники, статті, монографії, нормативно-правові документи, матеріали конференцій, дані з мережі Інтернет: законодавство України

та інших країн, дані порталу Мінфін, Міністерства Юстиції, Державної служби статистики України, ОЕСР, Європейської комісії тощо.

Апробація отриманих результатів. Основні результати роботи було апробовано на Міжнародній науково-практичній конференції «Теоретико-практичні аспекти розвитку економіки, обліку, фінансів та права» (м. Полтава, 16 червня 2021 року) та через публікацію наукової статті у виданні «Вчені записки Таврійського національного університету імені В.І. Вернадського» (том 32(71). №4, 2021). Дана робота має теоретичне і практичне значення, що полягає в наданні компанії Кернел рекомендацій стосовно оцінки вартості її активів та капіталу. Також напрацьовані методики можуть бути використані іншими компаніями. Крім зазначеного, робота містить ряд рекомендацій державі Україна щодо покращення нормативно-правової та інформаційної бази для здійснення оціночної діяльності.

Обсяг та структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, 9 підрозділів, висновків та списку використаних джерел. Загальний обсяг роботи – 62 сторінок. Робота супроводжується 8 рисунками та 15 таблицями. Список використаних джерел нараховує 61 найменування, в тому числі 22 зарубіжних.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

#### **1.1. Економічний зміст оцінки вартості бізнесу, її завдання і значення у фінансовій та управлінській діяльності**

Оцінка вартості бізнесу є складним багаторівневим процесом, а тому для визначення її економічного змісту, необхідно, на нашу думку, розглянути, що являє собою оцінка вартості майна загалом.

Відповідно до статті 3 Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність» «Оцінка майна, майнових прав – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами, зазначеними в статті 9 цього Закону, і є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності» [1].

Виходячи з наведеного визначення можемо виокремити наступні ключові риси поняття оцінки:

- визначення вартості;
- на дату оцінки;
- за встановленою процедурою.

Тобто, визначення вартості, як фундамент поняття оцінки, що дає нам зрозуміти що являє собою значення, отримане як результат цього процесу. Відповідно до Національного стандарту №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» «вартість – еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей» [2]. Виходячи з цього, в процесі оцінки визначається величина суми грошей, що виражатиме цінність об'єкта оцінки. Гроші тут виконують свою функцію міри вартості.

«На дату оцінки»: йде прив'язка до конкретного моменту часу. Тут мається на увазі, що оцінка здійснюється станом на конкретну дату, і не є розтягнутою на весь період, і це говорить нам, що оцінка не може бути здійснена, наприклад, за весь фінансовий рік.

«За встановленою процедурою». Процес оцінки є законодавчо регульованим, а тому не може здійснюватися довільним чином. Вона регулюється положеннями (національними стандартами) оцінки майна.

Після того як ми розглянули визначення оцінки майна, та розклали його на складові частини, розглянемо також визначення іншої складової визначення об'єкта дослідження: «бізнес».

Бізнес – це організована діяльність з метою одержання прибутку, що здійснюється відповідно до законодавства [3]. При оцінці вартості бізнесу така організація буде об'єктом оцінки.

Виходячи з наведеного вище, ми можемо сформулювати власне визначення оцінки вартості бізнесу. Оцінка вартості бізнесу – це процес визначення вартості організації, що здійснює свою діяльність з метою одержання прибутку, на конкретну дату, за встановленою законодавством процедурою. Ми вважаємо таке визначення достатньо вичерпним, що детально розкриває суть визначення кожної категорії що використовується в процесі визначення економічного змісту цього поняття.

Для розширення уявлення про економічний зміст поняття оцінки вартості бізнесу ми розглянули 10 визначень цього поняття, що надається як у вітчизняній так і у зарубіжній літературі. Дані визначення ми навели в таблиці 1.1.

Після огляду даних визначень можна констатувати, що надане нами визначення є достатньо деталізованим та узагальненим і включає в себе всі необхідні складові, необхідні для розуміння цього поняття.

Таблиця 1.1

## Визначення поняття оцінки вартості бізнесу

Автор	Визначення поняття «оцінка вартості бізнесу»
1	2
Патрікі Н.П.	«Це конкретизація вартості бізнесу як майнового комплексу, що здатний приносити прибутки» [4].
Кучеренко В.Р.	«Це визначення вартості підприємства як майнового комплексу, здатного приносити прибуток його власнику» [5, с. 104].
Брезицька О.В.	«Це об'єктивний аналітичний показник результатів діяльності компанії та перспективності намічених напрямів її розвитку (щодо очікуваного прибутку)» [6].
Воробйов Ю.М.	«Це процес визначення вартості майна, майнових прав та динаміки їх зміни в грошовій формі на відповідну дату за допомогою одного чи кількох методів з урахуванням грошових потоків, фінансових і господарських ризиків» [7].
Кононова К.Ю.	«Це процес, спрямований на встановлення грошової вартості об'єкта оцінки, за допомогою сукупності підходів, методів та оціночних процедур, з урахуванням реального та потенційного доходу, який бізнес може генерувати в процесі своєї господарської діяльності в умовах конкретного ринку» [8].
U.S. Chamber of Commerce	«Is the process of determining the economic value of a business, giving owners an objective estimate of the value of their company» [9].
Company Secretaries of India	«Is the process of determining economic value of a business or company» [10].
ASA	«Independent, unbiased opinions of value for business concerns of multiple natures and sizes» [11].
Miciuła I., Kadłubek M., Paweł S.	«Is the process of estimation of the price for assets and benefits achieved by the company as a result of their effective management» [12].
Kwok, Benny K. B.	«Is a process and a set of procedures used to estimate the economic value of an owner's interest in a business» [13].

*Джерело:* складено автором на основі [4-13]

В продовження розгляду економічного змісту оцінки вартості бізнесу маємо зазначити її об'єкт, предмет, суб'єкти, завдання та чинники.

Об'єктом оцінки, виходячи з наданого нами визначення, може бути будь-який об'єкт, що здійснює діяльність з метою одержання прибутку. Сюди можна віднести підприємства, організації та установи різних форм власності та їх активи як матеріальні, так і нематеріальні [14].

Предметом оцінки вартості бізнесу є оцінка власне організацій, базуючись на оцінці їх майна, а також оцінка бізнес-операцій, виявлених через інтелектуальні права, гудвіл та інші нематеріальні активи, що здатні генерувати додатковий дохід, тим самим підвищуючи вартість бізнесу [15].

До суб'єктів оціночної діяльності відносяться, по-перше, професійні оцінювачі, що володіють експертними знаннями, фахом та відповідним досвідом. По друге, це власне зацікавлені сторони, що виступають в ролі споживачів їх послуг: юридичні особи, власники підприємства, банки, страхові компанії, інші фінансові установи, інвестори, держава тощо (рис. 1.1) [16].

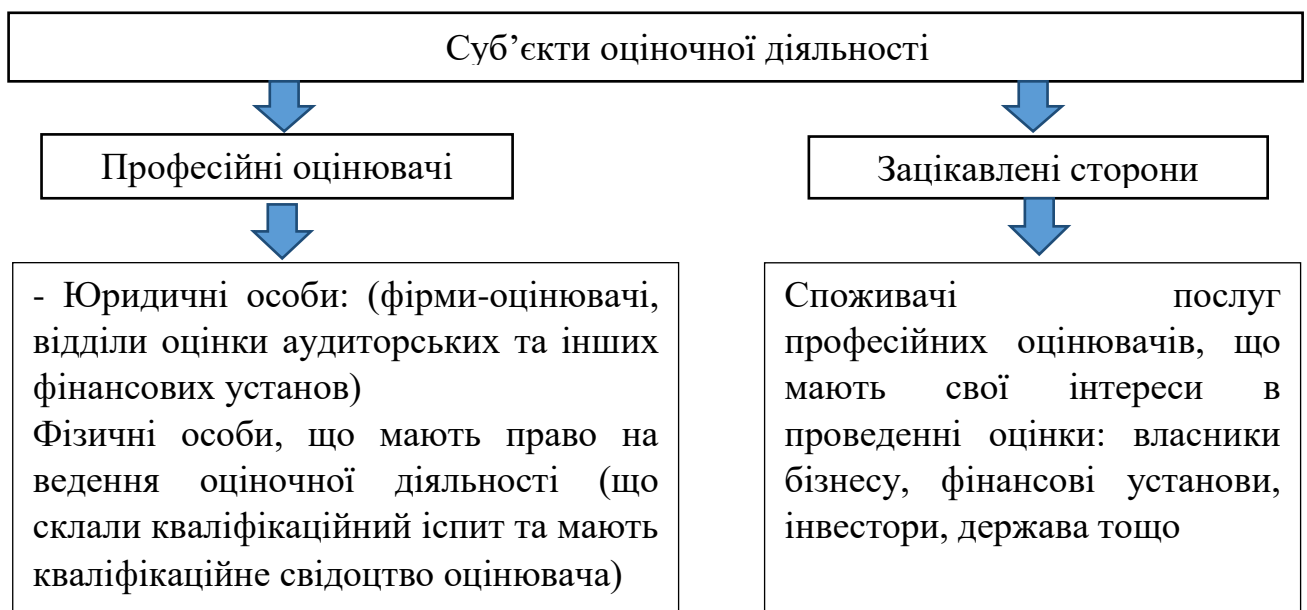


Рис. 1.1. Основні суб'єкти оціночної діяльності.

*Джерело:* складено автором на основі [16]

Оцінка вартості бізнесу може здійснюватися для досягнення наступних цілей:

- покращення ефективності управління бізнесом;
- визначення справедливої вартості акцій фірми на випадок операцій з купівлі-продажу на фондовому ринку з метою прийняття ефективних інвестиційних рішень;
- визначення вартості бізнесу на випадок прийняття рішення власником бізнесу (або одним із пайових власників щодо своєї частки) стосовно його продажу. Також оцінку проводять при підписанні договору щодо фіксації часток власників на випадок розірвання договору чи на випадок смерті пайовика.
- визначення вартості бізнесу на випадок злиття, поглинання чи ліквідації для оцінки вартості акцій, що викуповуються чи продаються;
- розробка бізнес-плану в процесі стратегічного планування;
- при кредитуванні бізнесу для визначення його загальної кредитоспроможності та вартості застави;
- страхування майна бізнесу задля визначення вартості його активів;
- переоцінка активів в цілях відображення їх у фінансовій звітності по справедливій вартості для підвищення її реалістичності;
- розробка стратегічних проектів для бізнесу;
- інші цілі [17].

Також, слід зазначити, що на оцінку впливає безліч факторів (рис. 1.2)

1) Попит: визначає вподобання споживачів, що напряду впливає на рівень доходів, що отримує бізнес. Залежність між рівнем попиту і вартістю бізнесу прямопропорційна.

2) Дохід: залежить від виду та способу ведення операційної діяльності. Залежність між рівнем доходів і вартістю бізнесу прямопропорційна.

3) Прибуток від операційної діяльності. Характеризується відношенням між доходами і витратами. Залежність між рівнем прибутку і вартістю бізнесу прямопропорційна.

Попит	Дохід	Прибуток від операційної діяльності	Час отримання доходів
Ризик	Контроль	Ліквідність	Обмеження бізнесу
Попит на об'єкти-аналоги	Кваліфікація персоналу	Диверсифікованість бізнесу	Тощо

Рис. 1.2. Чинники, що впливають на величину оціночної вартості бізнесу.

*Джерело:* складено автором на основі [18]

4) Час отримання доходів. З великим часовим розривом між інвестуванням і отриманням доходу бізнес вважатиметься менш привабливим, а тому оберненопропорційно змінюватиметься його оцінена вартість.

5) Фактор ризику виражається через ймовірність отримання доходів в майбутньому. Очевидно, вартість бізнесу оберненопропорційно залежатиме від рівня ризику.

6) Ступінь контролю який власник бізнесу отримає при інвестуванні в нього. В разі купівлі бізнесу цілком або ж контрольного пакету акцій вартість такого придбання буде пропорційно вище ніж якщо це буде доля бізнесу що не дає такого контролю.

7) Ліквідність бізнесу прямопропорційно впливає на його вартість. Адже за високої здатності швидко позбутися придбаних бізнес-активів, обмінявши їх на гроші, з мінімальними конвертаційними витратами, потенційний власник буде готовий заплатити більш високу вартість, ніж не маючи такої здатності. Наприклад, вартість акцій публічного акціонерного товариства буде вищою за вартість акцій приватного акціонерного товариства за інших рівних умов.

8) Обмеження, що має бізнес з боку держави (наприклад, цінові обмеження на продукцію, що виробляється бізнесом) оберненопропорційно впливатиме на вартість такого бізнесу. Тобто бізнес що не має обмежень матиме вищу вартість, ніж бізнес що їх матиме.

9) Попит на аналогічні об'єкти: якщо аналогічний бізнес користується попитом, то оцінюваний бізнес, з високою ймовірністю також матиме цей попит. Залежність прямопропорційна, аналогічно як і з фактором прямого попиту.

10) Кваліфікація персоналу дуже важлива з точки зору можливостей для розвитку бізнесу. І висококваліфіковані кадри повинні бути враховані при оцінці вартості бізнесу. Бізнес з такими кадрами буде пропорційно дорожчим ніж без таких кадрів.

11) Диверсифікованість бізнесу також прямопропорційно впливає на його вартість. Адже якщо бізнес має не одну єдину діяльність як джерело доходів, а є розгалуженим, він є більш стійким до різного роду внутрішніх і зовнішніх ризиків.

12) Та інші будь-які фактори, що впливають на величину оцінюваної вартості бізнесу [18].

Отже, в даному підрозділі ми оцінили економічний зміст поняття оцінки вартості бізнесу та надали цьому поняттю власне визначення, розклавши на складові частини визначення, надане законодавством України, та розкривши кожен використаний термін. Також ми отримали розуміння значення оцінки вартості бізнесу через призму його завдань та чинників. Зокрема у фінансовій діяльності, що стосується точності відображення активів в монетарному

вираженні в поданій фінансовій звітності, яка є основним джерелом інформації для прийняття фінансових рішень, а також в пошуку джерел для фінансування бізнесу (через купівлю-продаж акцій) й оцінці його кредитоспроможності. В управлінській діяльності оцінка вартості бізнесу є ще більш важливою, адже вона допомагає в прийнятті обґрунтованих рішень щодо здійснення поточного управління бізнесом, інвестиційної діяльності, операцій злиття-поглинання, ліквідації бізнесу, а також в прийнятті стратегічних рішень щодо розвитку бізнесу, розробці бізнес-планів та його подальшого розвитку.

## **1.2. Характеристика традиційних методів оцінки вартості бізнесу**

Після того, як ми визначили економічну сутність оцінки та її важливість у фінансовій та управлінській діяльності, нашою метою є охарактеризувати традиційні методи оцінки вартості бізнесу. Традиційними та загальноприйнятими підходами до оцінки вартості бізнесу в українській та світовій практиці є витратний (або майновий), дохідний та порівняльний (або ринковий) підходи. В українському законодавстві ці три підходи визначені в Законі України «Про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність». В західній термінології ці підходи відповідно мають назву *asset (or cost) approach*, *income approach* and *market approach*.

Витратний (майновий) підхід полягає в тому, що оцінка вартості бізнесу здійснюється через переоцінку активів, що були залучені на його створення (звідси власне і зарубіжна назва цього методу – *asset approach*). Тобто, по суті, за такого підходу, вартість підприємства оцінюється через призму понесених витрат. Найчастіше цей метод і доцільним до використання найчастіше в двох випадках:

- 1) При створенні нового бізнесу.

2) При ліквідації бізнесу, коли головною метою власників є продаж усіх матеріальних та нематеріальних активів для розрахунку за зобов'язаннями та розподілу залишків між собою (якщо вони залишаться).

Також витратним методом є сенс користатись, коли немає доступу до ринкової інформації про бізнеси-аналоги, для залучення порівняльного методу і немає інформації про прибутки або ж є проблеми з розрахунком майбутніх грошових потоків, для залучення доходного методу. Тобто витратний метод також використовується, коли немає можливості використати будь-який інший з традиційних методів [19].

Перевагою цього методу є його базування на оцінці активів, і тим самим мінімізується аналітична складова оцінки, для широко залучена в рамках інших підходів, тобто є простим у використанні. Але це породжує і цілий ряд недоліків, зокрема цей метод не враховує майбутні прибутки, перспективність бізнесу, фактично зводиться до нуля оцінка нематеріальних активів, особливо тих, що не потрапляють до фінансової звітності [20].

Є два основних методи оцінки в рамках витратного підходу, що наведені в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

### Методи оцінки вартості бізнесу в рамках витратного підходу

Метод	Сутність	Застосування
Вартості чистих активів	Оцінка скоригованої балансової вартості бізнесу (його активів та зобов'язань) з метою отримання їх ринкової вартості.	При оцінці новоствореного бізнесу. При оцінці збиткових підприємств. При оцінці в цілях вирішення внутрішніх суперечок між топ-менеджментом і власниками.
Ліквідаційної вартості	Оцінка ліквідаційної вартості активів бізнесу скоригованих на витрати на ліквідацію.	При ліквідації бізнесу. При перебуванні підприємства у стані санації чи банкрутства.

*Джерело:* складено автором на основі [21]

Дохідний підхід ґрунтується на принципі граничної корисності. Цей принцип полягає в утриманні балансу між прибутковістю бізнесу та рівнем ризику, що він на себе бере. За цього методу прибутковість визначається через дисконтування майбутніх грошових потоків. Рівень ризику при цьому формує ставку дисконтування. Головною особливістю дохідного підходу в оцінці вартості бізнесу є ключова роль його здатності генерувати прибутки, що власне є сенсом існування будь-якого бізнесу. Це і є основною перевагою цього підходу.

Що стосується недоліків: відносна складність і трудоємність процесу оцінки майбутніх прибутків, та велика доля аналітичної складової, що є суб'єктивною, особливо в частині оцінки рівня ризику [22].

Є два основних методи оцінки в рамках дохідного підходу, що наведені в таблиці 1.3.

Таблиця 1.3

#### Методи оцінки вартості бізнесу в рамках дохідного підходу

Метод	Сутність	Застосування
Капіталізації	Визначення вартості бізнесу, за умови що підприємство має стабільні та легко прогнозовані доходи і має передбачуваний відсоток зростання.	При оцінці бізнесу зі сталою величиною доходів
Дисконтування грошових потоків	Визначення майбутніх грошових потоків через дисконтування їх за розрахованою ставкою дисконтування з метою оцінки поточної вартості майбутніх грошових потоків.	При визначенні вартості бізнесу що діє на припущенні безперервності діяльності.

*Джерело:* складено автором на основі [22]

Практична, розрахункова складова, та методи підрахунку ставки дисконтування будуть наведені в другому розділі роботи.

Порівняльний (ринковий) підхід – це метод оцінки бізнесу, заснований на його порівнянні з аналогічними об’єктами оцінки, зважуючи цю оцінку на відмінності між ними.

Підхід заснований на одному основному припущенні: раціональний економічний суб’єкт не купуватиме бізнес дорожче, ніж вартість придбання аналогічного бізнесу, який має ту ж саму корисність. Тому основною для оцінки вартості бізнесу за цим методом є вартість продажу аналогічного бізнесу на ринку та вартість пропозицій на продаж.

Головна перевага цього методу – його простота і зрозумілість. Але для цього методу є купа обмежень у використанні. По-перше, наявність активного ринку та пропозицій на ньому. По-друге, необхідність у великій кількості поправок на відмінності між бізнесами. При цьому визначення мультиплікатора може бути проблемним, оскільки тут він працює на припущенні про однаковий рівень ризику для обох компаній. А використання дохідних мультиплікаторів є некоректним, адже вони розраховані виходячи з інших припущень. Тому може виникнути проблема з точністю визначення величини вартості об’єкта оцінки [23].

Таблиця 1.4

#### Методи оцінки вартості бізнесу в рамках порівняльного підходу

Метод	Сутність
Ринку капіталу	Визначення вартості бізнесу через аналіз ринкових цін акції або неконтрольних пакетів акцій бізнесів-аналогів
Угод	Визначення вартості бізнесу на основі цін купівлі контрольних пакетів акцій бізнесів-аналогів або бізнесу цілком
Галузевих коефіцієнтів	Визначення вартості бізнесу на основі галузевої статистики по вартості більшості компаній однієї галузі

*Джерело:* складено автором на основі [23]

Основні методи оцінки в рамках порівняльного підходу, наведені в таблиці 1.4.

Отже, нами були розглянуті традиційні методи оцінки вартості бізнесу, обставини, при яких їх варто використовувати, їх основні припущення, переваги та недоліки, а також використовувані методи в їх рамках.

### **1.3. Сутність та зміст альтернативних методів оцінки вартості бізнесу**

При розгляді будь-якого питання, і оцінка вартості бізнесу не виняток, економісти часто шукають шляхи для розвитку усталених методів та підходів, або ж принаймні їх покращення, враховуючи нові припущення, що не були враховані раніше. Традиційні методи оцінки вартості бізнесу є дієвими для простих, стабільних бізнесів і для ідеального ринку. Проте такий сценарій є більш теоретичним. На практиці ж не існує ідеальних бізнес-середовищ. Саме тому з'являються альтернативні методи вартості бізнесу. Найбільш активно ці методи розглядаються в західній практиці. Найбільш популярним з них є метод реальних опціонів. (англ. «real options valuation»).

Метод реальних опціонів базується на припущенні, що акції бізнесу можуть бути оцінені як колл-опціони на його активи при ліквідації з погашенням боргів. Така операція має схожість з виконанням опціону. Основна ідея, закладена в цей підхід полягає в тому що існує певна ймовірність того, що активи з часом дорожчатимуть ближче ніж зобов'язання до моменту їх погашення під впливом технологічного розвитку, змін економічного середовища та зростання нематеріальних активів. Також в рамках підходу має діяти принцип обмеженої відповідальності, при якому вартість активів не може бути меншою за вартість зобов'язань, аби власники бізнесу були захищеними та інвестори не мали змоги втратити більше, ніж вони інвестували в бізнес. Таким чином цей підхід враховує створювані перспективи для розвитку бізнесу від вкладених інвестицій [24].

Основною перевагою такого підходу є висока гнучкість у прийнятті управлінських рішень, дає можливість інвесторам здійснювати покрокове інвестування, зберігаючи стратегічні позиції бізнесу в ринковому середовищі. Тому використання опціонного підходу буде доречним в разі якщо бізнес перебуває під великою невизначеністю, його інвестиційні проекти мають по декілька стадій та його майбутні грошові потоки сильно залежать від прийнятих менеджментом управлінських рішень. Власне, ці умови справджуються для більшості підприємств вітчизняної економіки будь-якої галузі.

Разом з тим така перевага породжує і недоліки: підтримка такого покрокового способу управління може відволікати від прийняття стратегічних рішень, а також відсутність досвідчених фахівців для впровадження такого підходу [25].

Наступні моделі розвивали опціонний підхід в оцінці бізнесу. Найбільш популярними є:

1) Модель Блека-Шоулза. В 1973 році була розроблена Фішером Блеком, Майроном Шоулзом та Робертом Мертоном і використовувалась для розрахунку теоретичної ціни за європейські опціони, ігноруючи дивіденди, виплачені протягом терміну дії опціону. Така методика ґрунтувалася на теорії випадкових процесів і моделювала ціну базового активу через стохастичне диференціальне рівняння. Враховуючи те, що при оцінці бізнесу базовим активом є зазвичай акція, модель діє виходячи з припущень відсутності податків, трансакційних витрат, дивідендів, та постійної процентної ставки.

Формула Блека-Шоулза за цією моделлю матиме наступний вигляд:

$$C(t) = P_a N(d_1) - P_e N(d_2) e^{-rt} \quad (1.1)$$

де  $C(t)$  – вартість колл-опціону за  $t$  періодів до виконання;

$P_a$  – поточна ціна базового активу;

$r$  – безризикова ставка доходності;

$P_e$  – ціна виконання опціону;

$s$  – волатильність, ризик базового активу в формі стандартного відхилення прибутковості акцій;

$N(d_1)$  і  $N(d_2)$  – функція стандартного нормального розподілу;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_a}{P_e}\right) + \left(r + \frac{s^2}{2}\right)t}{s\sqrt{t}};$$

$$d_2 = d_1 - s\sqrt{t}.$$

За цю формулу Майрон Шоулз отримав в 1998 році Нобелівську премію з економіки (Фішер Блек помер у 1995 році і, на жаль, не зміг її отримати).

Роберт Кінг Мертон пізніше модифікував цю формулу, беручи до уваги проміжні виплати по акціям у вигляді дивідендів:

$$C(t) = P_a N(d_1) - P_e e^{-rt} N(d_2) e^{-rt} \quad (1.2)$$

$$\text{де } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_a}{P_e}\right) + \left(r - d + \frac{s^2}{2}\right)t}{s\sqrt{t}}$$

Ця модель найкраще підходить для оцінки вартості бізнесу з дуже швидко зростаючими продажами, що знаходиться на ринку з нормальним розподілом прибутків (кілька бізнесів дуже прибуткових, кілька дуже збиткових, а більшість десь між ними) і для бізнесів що володіють патентами та іншими нематеріальними активами, що не відображаються в балансі, але впливають на вартість бізнесу. Тоді модель Блека-Шоулза може дати більшу точну оцінку, ніж традиційний дохідний підхід оцінки вартості бізнесу [26].

2) Модель Кокса-Рубінштейна (або модель Кокса-Росса-Рубінштейна). По суті, це різновид оригінальної моделі Блека-Шоулза. Її відмінність в тому, що вона розглядає базовий актив протягом певного періоду часу, а не на дату оцінки, використовуючи модель решітка. Модель решітки враховує очікувані зміни параметрів на протязі терміну дії опціону, і тому дає більш точну оцінку. Тому ця модель корисніша для аналізу американських опціонів, що можуть бути виконані в будь-який момент часу до закінчення терміну дії. Ця модель використовує нейтральний до ризику метод оцінки, тобто його припущенням є те, що всі

економічні суб'єкти байдужі до ризиків і очікувана прибутковість дорівнює безризиковій ставці. Оцінка починається в кожному з кінцевих вузлів (на момент закінчення терміну дії), і ітерації виконуються назад через біноміальне дерево до першого вузла (дати оцінки). Простіше кажучи, модель є двоетапною: вона передбачає що базова ціна може або зростати або зменшуватися з часом до закінчення терміну дії. включає в себе три кроки: створення біноміального дерева ціни, підрахунок вартості опціону на кожному кінцевому вузлі, підрахунок вартості опціону на кожному попередньому вузлі. Ця модель особливо корисна, коли галузь є викривленою через природні монополії та значну економію від масштабу. Але припущенням цієї моделі лишаються ефективні ринки, тому в контексті оцінки бізнесу необхідна наявність кількох потенційних покупців для бізнесу, що отримають однакову вартість від активів фірми [27].

3) Симуляція Монте Карло (англ. «Monte Carlo Simulation»). Є найбільш гнучким методом оцінки, але його моделювання потребує чимало зусиль і часу. По суті модель являє собою серію статистичних вправ, кожна з яких дає різну вартість бізнесу. Кожен статистичний розрахунок буде ґрунтуватися на можливій оцінці вартості бізнесу за різних обставин, що можуть трапитись у майбутньому. Оскільки майбутнє неможливо точно визначити, використовуються сотні можливих сценаріїв, і визначити відсоток ймовірностей що бізнес досягне тих чи інших рівнів оцінки. Наприклад, результатом може бути: вартість бізнесу в 1,3 млн доларів з ймовірністю 5%, 1,2 млн доларів з ймовірністю 8%, 1 млн доларів з ймовірністю 11% і т.д. Тобто ця модель визначає очікувану оцінку бізнесу, що являє собою середньозважену з усіх можливих сценаріїв. Модель доцільно використовувати, коли майбутнє для бізнесу є дуже невизначеним, і може статися купа різних подій, коли існує життєва необхідність з точки зору бізнесу у такій кропіткій роботі і оцінці усіх можливих результатів і коли є досвідчений аналітик, що зможе ефективно змоделювати всі ці варіанти [28].

Також можемо окремо виділити емпіричний метод, що по суті означає, що оцінювач здійснює оцінку вартості бізнесу різними методами, та зважає їх відповідно до сильних, слабких сторін бізнесу та ринкового середовища. Потім зважені оцінки зводяться між собою, що призводить до встановлення кінцевої вартості бізнесу [29].

Отже, ми розглянули в даному підрозділі найбільш розповсюджені альтернативні методи оцінки вартості бізнесу, зокрема опціонний метод, який може бути дієвим та давати більш точні оцінки ніж традиційні методи за умов стрімко зростаючих доходів, за умов володіння цими бізнесами значних нематеріальних активів та за умов великого впливу на доходи майбутньої невизначеності, та велику варіативність цих невизначеностей.

## РОЗДІЛ 2

### ОЦІНКА ВАРТОСТІ ТОВ «КЕРНЕЛ-ТРЕЙД» ТРАДИЦІЙНИМИ ТА АЛЬТЕРНАТИВНИМИ МЕТОДАМИ ОЦІНКИ

#### **2.1. Аналіз середовища агрохолдингу Кернел, її загальна характеристика**

У цьому розділі буде зроблений практичний розрахунок вартості агрохолдингу Кернел. Але для того, аби приступити до практичного розрахунку, будь-який оцінювач спершу повинен здійснити аналіз його бізнес середовища. Адже необхідно зрозуміти яку компанію ми оцінюємо, необхідно обрати метод для здійснення його оцінки. Але аналіз варто почати з того, чому було вирішено обрати саме Кернел для оцінки його вартості.

Професійний оцінювач здійснюватиме оцінку для бізнесу, що йому цю оцінку замовив відповідно до встановленої процедури, підписавши відповідний договір. Ми в наукових цілях керувалися іншою мотивацією.

По-перше, Kernel Holding S.A. це великий міжнародний холдинг, основна операційна діяльність якого відбувається на території України, зареєстрований відповідно до законодавства Люксембургу та ліститься на Варшавській фондовій біржі з 23 листопада 2007 року. До складу цього холдингу входить безліч фармінгових компаній та елеваторів, майже всі з яких є українськими та відповідають за власне вирощування переробку та складування зерна: кукурудза, пшениця, соя, соняшник, ріпак, ячмінь, горох тощо. Окремими підприємствами (також українськими) здійснюється крашинг соняшнику та виробництво соняшникової олії, а також шроту як побічного продукту, що також може бути проданим). І окремо до цього надзвичайно великого агрохолдингу входять

трейдингові компанії, основним завдання яких є торгівля цим зерном. Загальну бізнес-модель Кернел гарно ілюструє рисунок 2.1.

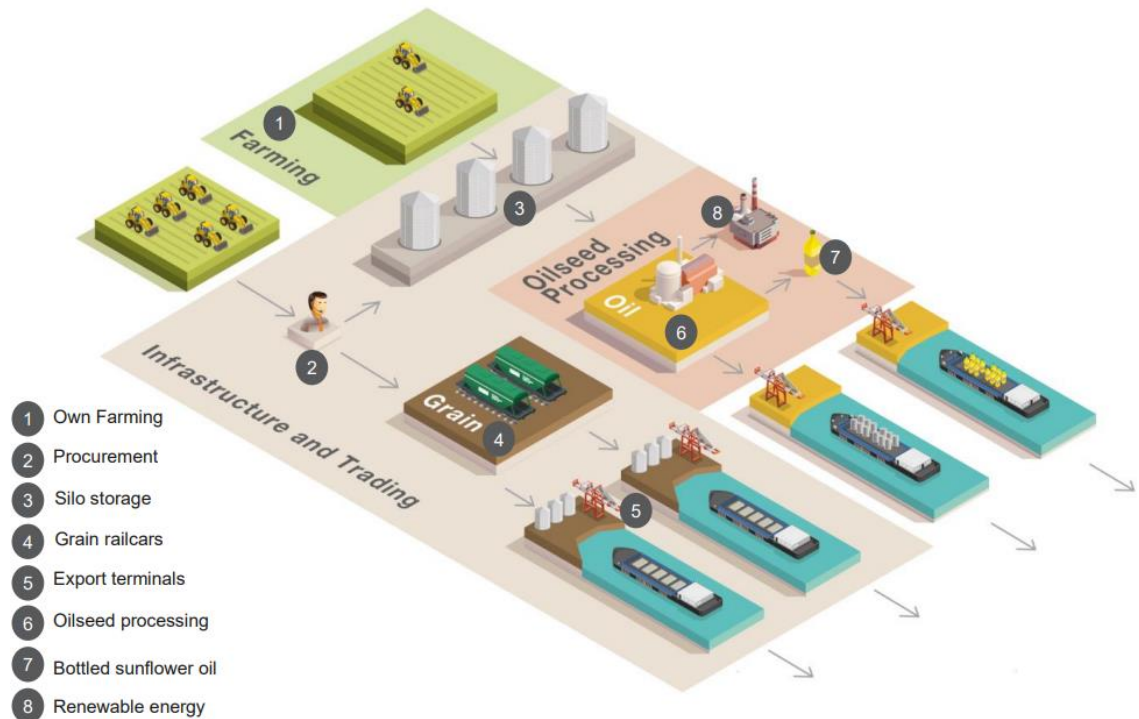


Рис. 2.1. Бізнес модель Кернел Холдинг.

*Джерело:* [30]

ТОВ «Кернел-Трейд» власне є єдиною з українських компаній, що займається трейдингом зерна та олії. Власне основною діяльністю ТОВ «Кернел-Трейд» є продаж зернових на експорт. В холдинг до трейдингових компаній також належить швейцарська ТОВ «Інерко Трейд», що це зерно закуповує (відповідно у ТОВ «Кернел-Трейд» з ТОВ «Інерко Трейд» найбільший товарооборот). Повний перелік компаній холдингу, відповідно до фінансової звітності, наведено в таблиці 2.1.

Тому ми обрали для оцінки консолідовану звітність «Кернел Холдинг», хоч це і може мати відхилення від фактичної картини через різницю в операційній орієнтації підприємств, що належать холдингу (таблиця 2.1). На практиці, для

оцінки вартості холдингу вцілому буде більш логічним оцінювати всі ці підприємства окремо.

Ми проаналізували економічне середовище Кернел, аби зрозуміти, чому ми вирішили взяти їх для аналізу, та визначити який з методів доцільно використати для його аналізу.

Таблиця 2.1

### Дочірні підприємства Kernel Holding S.A.

Дочірня компанія	Вид діяльності	Країна реєстрації	Частка прав власності Групи станом на	
			30 червня 2021	30 червня 2020
Inercos Trade S.A.	Торгівля соняшниковою олією, шротом і зерном	Швейцарія	100.0%	100.0%
Restomon Ltd		Бр. Вірг. О-ви	100.0%	100.0%
Kernel-Trade LLC		Україна	100.0%	100.0%
Avere Commodities SA		Швейцарія	60.0%	72.5%
Poltava OEP PJSC	Крашінг соняшнику. Виробництво соняшникової олії та шроту.	Україна	99.7%	99.7%
Bandurka OEP LLC		Україна	100.0%	100.0%
Vovchansk OEP PJSC		Україна	99.4%	99.4%
Prykolotnoe OEP LLC		Україна	100.0%	100.0%
Kropyvnytskyi OEP PJSC		Україна	99.2%	99.2%
BSI LLC		Україна	100.0%	100.0%
Prydniprovskyi OEP LLC		Україна	100.0%	100.0%
Estron Corporation Ltd	Послуги з утримання та транспортування	Кіпр	100.0%	100.0%
Poltava HPP PJSC	Зернові елеватори. Сушка та складські послуги.	Україна	94.1%	94.1%
Kononivsky Elevator LLC		Україна	100.0%	100.0%
Agro Logistics Ukraine LLC		Україна	100.0%	100.0%
Bilovodskyi KHP PJSC		Україна	91.12%	91.12%
Hliborob LLC	Аграрні господарства. Виробництво аграрних культур: кукурудза, соя, пшениця, ріпак, ячмінь тощо	Україна	100.0%	100.0%
Prydniprovskyi Kraу ALLC		Україна	100.0%	100.0%
Enselco Agro LLC		Україна	100.0%	100.0%
Druzhba-Nova ALLC		Україна	100.0%	100.0%
Druzhba 6 PE		Україна	100.0%	100.0%
AF Semerenky LLC		Україна	100.0%	100.0%
Hovtva ALLC		Україна	100.0%	100.0%

Джерело: складено автором на основі [30]

Кернел належить за версією Forbes до ТОП-3 найкрупніших компаній України [31]. За підсумками 2021 фінансового року (звітна дата 30/06/2021) Кернел утримує за собою першу позицію за експортом зерна з України, майже в два рази обганяючи найближчих конкурентів. Всього було експортовано 8 млн тон зерна, частка Кернелу у загальному експорті зерна Україна складає 18%, що на 3,7% більше ніж у 2020 фінансовому році (звітна дата 30/06/2020). Також Кернел посідає перше місце як оператор експортних терміналів зерна України. За 2021 фінансовий рік вони перевезли 8,2 млн тон через власні портові термінали. Тим самим вони наростили на 22% цю кількість порівняно з минулим періодом [32].

Що стосується інвестицій, Кернел є одним із лідерів в українському агропромисловому комплексі щодо інвестицій у цифрові технології. У Кернел повністю оцифровані логістика, документообіг, торгові операції, а також пришвидшити процес прийняття оперативних і стратегічних рішень. Агробізнес Кернела консолідований у єдину системи DigitalAgriBusiness. Всі свої поля моніторяться через супутникові знімки, квардокоптери та ІТ-інструменти. Фактично, Кернел може отримати доступ до інформації в будь-який момент з будь-якої точки всесвіту щодо будь-якого зі своїх полів, його врожайність, географію, структуру посівів і т.д. Також вони прогнозують врожайність використовуючи всі ці інструменти [33].

Також, Кернел першим в Україні повністю імплементував у свою діяльність електронну систему документообігу і сприяє своїм ключовим бізнес-партнерам у цьому. Автоматизація відбувається на усіх рівнях: на рівні керуючої компанії, та на рівні усіх підлеглих компаній усіх видів діяльності [34].

Отже, як ми зрозуміли Кернел є найбільшою за багатьма показниками компанією України ключової галузі її економіки – сільського господарства. Адже за експортом соняшникової олії – ключовим експортним несировинним продуктом України, Кернел є лідером.

Що стосується методу оцінки, який ми використовуватимемо в наступному підрозділі, ми вважаємо найбільш доцільним використати саме дохідний метод для оцінки ТОВ «Кернел-Трейд» методом дисконтування грошових потоків, тому що цей метод на нашу думку дасть найбільш точну оцінку з урахування вищеприведених факторів: адже компанія належить до ключового холдингу у своїй галузі і в цілому по Україні, а також враховуючи рівень інвестицій, і наростаючий характер грошових потоків, що є характерним для компанії.

## **2.2. Оцінка вартості Кернел методом дисконтування грошових потоків.**

Серед традиційних методів оцінки бізнесу для оцінки агрохолдингу Кернел був обраний метод дисконтування грошовий потоків за дохідним підходом. Основними етапами оцінки бізнесу необхідно здійснити наступні кроки:

1. Обрати модель грошового потоку.
2. Визначити тривалість прогностного періоду.
3. Проаналізувати і оцінити величину зростання виручки у прогностному періоді.
4. Розрахувати прогностний чистий прибуток.
5. Проаналізувати та спрогнозувати капітальні вкладення.
6. Розрахувати прогноз вкладень в оборотний капітал
7. Розрахувати розміри грошових потоків в прогностному періоді для кожного з років.
8. Визначити розмір ставки дисконтування.
9. Оцінити вартість у постпрогностному періоді.
10. Визначити поточну вартість майбутніх грошових потоків і поточної вартості постпрогностного періоду [35].

Як грошовий потік був взятий вільний грошовий потік на бізнес. Відповідно до теоретичної концепції, вільний грошовий потік (free cash flow) характеризує

собою грошовий потік бізнесу, дисконтований за середньозваженою ставкою, що розраховується за методом weighted average cost of capital (WACC).

В рамках підходу необхідно також виділити прогностний період. Беручи до уваги, що компанія є лідером аграрної галузі на українському ринку і має надзвичайно високий потенціал до подальшого розвитку, потенціально є можливість взяти більш довгий прогностний період. Для країн з розвинутою економікою такий період може складати до 10 років, для країн що розвиваються біля 3-х років. Відповідно, вважаємо, що для наших цілей можемо обмежитись періодом в 5 років і стабільним прогнозом для постпрогнозного періоду [36].

Далі, для прогностного періоду 2022-2026 ми повинні надати прогноз росту доходів. Для цього, використовуючи програмний продукт Microsoft Excel, беручи дані щодо виручки від реалізації за останні 5 років (додаток В).

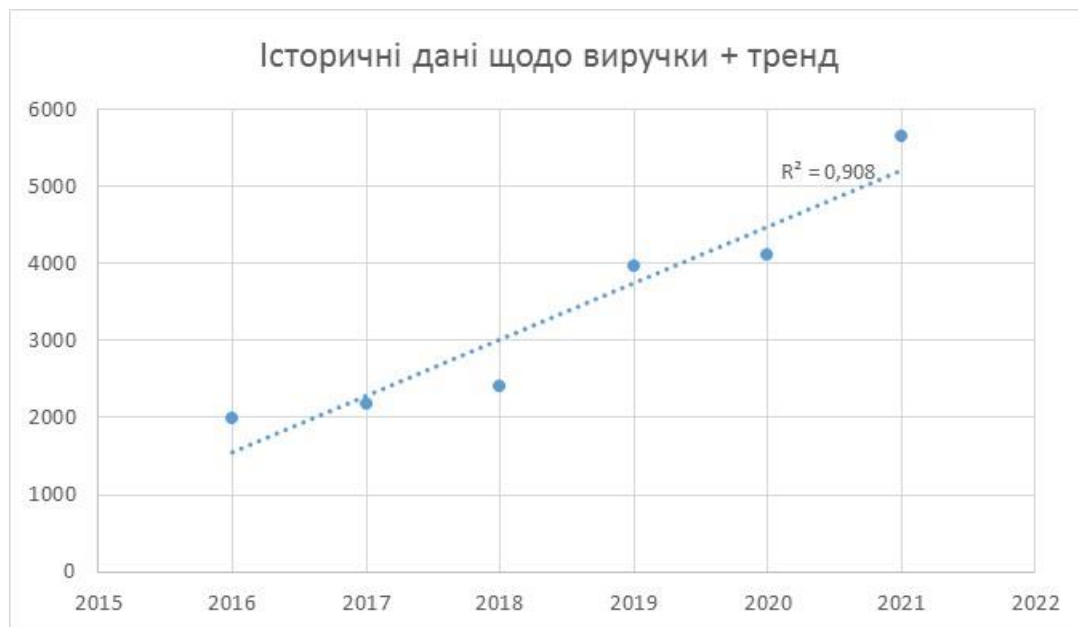


Рис. 2.2. Історичні дані щодо виручки (млн. дол.) та лінія тренду.

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Побудувавши точки на координатній площині (рис. 2.2) бачимо, що лінійний тренд має коефіцієнт детермінації  $R^2 = 0,908$ , що є достатньо високим

показником для того, аби взяти цю модель для прогнозу. Тому побудову прогнозу можна прив'язати до лінійної трендової моделі.

Тому ми будуємо прогноз за допомогою функції Forecast (див табл. 2.2), що по суті являє собою лінійний характер прогнозування.

Таблиця 2.2

**Прогноз виручки від реалізації Kernel Holding S.A. на прогнозний та  
постпрогнозний періоди**

<b>Рік</b>	<b>Виручка, тис. дол</b>	<b>% зростання</b>	
2016	1 988 520		<<за звітністю
2017	2 168 931	9,07%	<<за звітністю
2018	2 403 003	10,79%	<<за звітністю
2019	3 992 133	66,13%	<<за звітністю
2020	4 085 801	2,35%	<<за звітністю
2021	5 779 785	41,46%	<<за звітністю
2022	6 032 635	4,37%	<<прогноз
2023	6 783 951	12,45%	<<прогноз
2024	7 535 268	11,07%	<<прогноз
2025	8 286 584	9,97%	<<прогноз
2026	9 037 900	9,07%	<<прогноз
2027	9 789 216	8,31%	<<прогноз

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Прогноз собівартості може бути розрахований аналогічним чином, адже має коефіцієнт детермінації  $R^2 = 0,925$ .

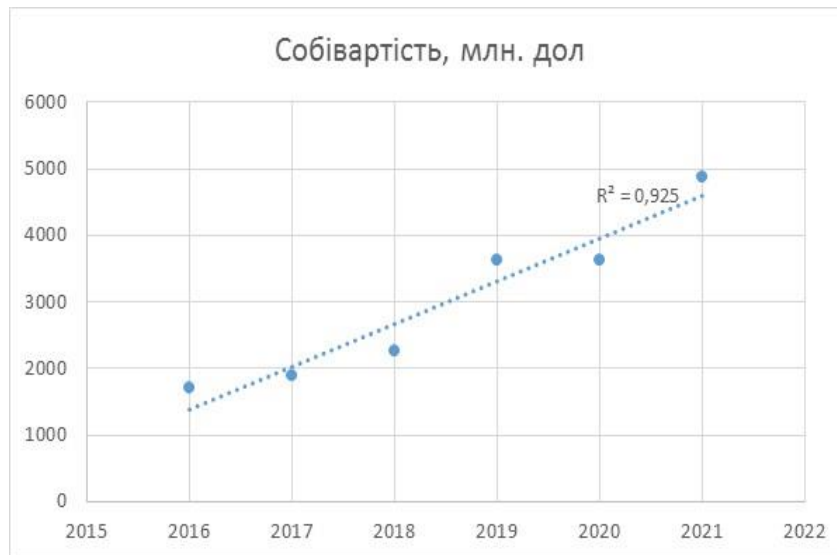


Рис. 2.2. Історичні дані щодо собівартості (млн. дол.) та лінія тренду.

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Тому ми також будемо прогнозувати собівартість за допомогою функції Forecast (див табл 2.3), що по суті являє собою лінійний характер прогнозування. Для інших операційних та неопераційних доходів та витрат (куди входять адміністративні витрати, фінансові витрати, інші операційні та неопераційні доходи та витрати, податок на прибуток) проведемо аналогічну процедуру і проведемо розрахунок чистого прибутку для прогнозного та постпрогнозного періодів.

Слід зазначити, що операційні витрати є непротими для прогнозування за використання будь-якого методу, адже вони є залежними від набагато більшої кількості внутрішніх та зовнішніх чинників. Але, їх тренд все одно схильний до прямої залежності від рівня доходів (хоч і з меншим коефіцієнтом детермінації), тому прогнозування також можемо робити виходячи з побудови лінійної трендової моделі, оскільки, для цілей оцінки вони не мають дуже суттєво.

Таблиця 2.3

**Прогноз чистого прибутку Kernel Holding S.A. на прогнозний та  
постпрогнозний періоди**

<b>Рік</b>	<b>Собівартість , тис. дол</b>	<b>% зростанн я</b>		<b>Валовий прибуток, млн. дол.</b>	<b>Інші доходи (+) та витрати (-)</b>	<b>Чистий прибуток, тис дол.</b>
2016	1 548 474		<<за звітністю	440 046	-216 301	223 745
2017	1 722 756	11,26%	<<за звітністю	446 175	-264 597	181 578
2018	2 261 230	31,26%	<<за звітністю	141 773	-104 518	37 255
2019	3 653 762	61,58%	<<за звітністю	338 371	-169 007	169 364
2020	3 628 622	-0,69%	<<за звітністю	457 179	-334 429	122 750
2021	4 876 827	34,40%	<<за звітністю	902 958	-260 369	642 589
2022	5 323 801	9,17%	<<прогноз	708 834	-274 303	434 531
2023	6 002 427	12,75%	<<прогноз	781 524	-288 426	493 098
2024	6 681 052	11,31%	<<прогноз	854 216	-302 550	551 666
2025	7 359 678	10,16%	<<прогноз	926 906	-316 673	610 233
2026	8 038 304	9,22%	<<прогноз	999 596	-330 797	668 799
2027	8 716 929	8,44%	<<прогноз (постпрогнозни й період)	1 072 287	-344 921	727 366

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Після того, як ми побудували наш прогноз за чистого прибутку на прогнозний та постпрогнозний періоди, необхідно проаналізувати капітальні вкладення Кернел та побудувати їх прогноз на наступні періоди. Для цього необхідно здійснити розрахунок показника CAPEX з вирахуванням амортизації (DA):

$CAPEX-DA = \text{Необоротні активи на кінець періоду} - \text{необоротні активи на початок періоду}$ .

Побудуємо графік, аби прослідкувати історичну динаміку зміни цього показника (рис 2.3)

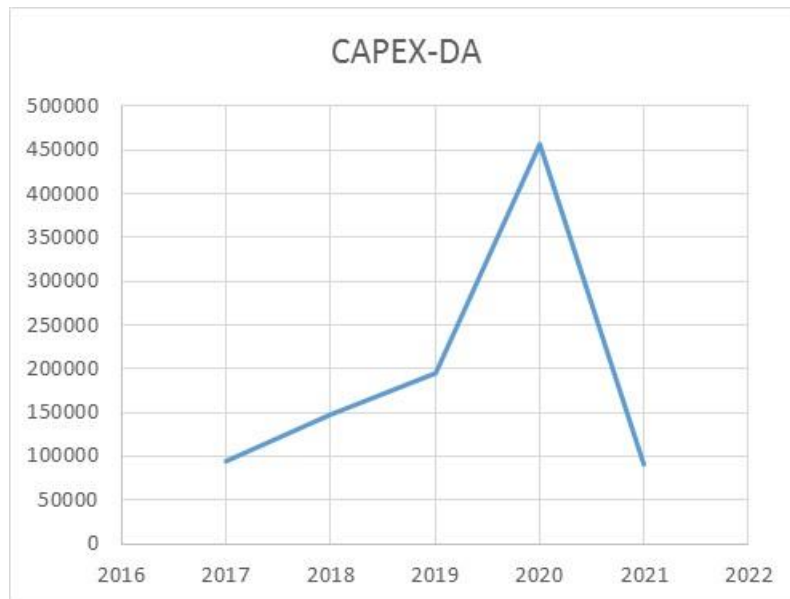


Рис. 2.3. Динаміка показника CAPEX-DA 2017-2021рр.

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Ми бачимо рівномірне зростання показника протягом 2017-2019 рр, потім різке зростання в 2020 році і падіння у 2021 фінансовому році (звітна дата 30/06/2021). Виходячи з наведеного у фінансовій звітності агрохолдингу ми можемо отримати розуміння причин виникнення даних коливань. У 2018 фінансовому році компанія задекларувала «Стратегію 2021», суть якої полягала в тому, аби у 2021 році досягнути показника EBITDA (Прибуток без урахування податків, процентів та амортизації). Відповідно до цієї стратегії необхідним є здійснення нарощення інвестицій у необоротні активи, оскільки для досягнення цього показника бізнес повинен стрімкими темпами розширюватись. Пік інвестицій відповідно до цієї чотирирічної стратегії очікувався саме у 2020 році. 2021 року очікувався дещо більший обсяг інвестицій, ненабагато менший ніж 2020-го року. Але капітальних вкладень було здійснено набагато менше через наступні фактори:

- низький врожай соняшнику в Україні (на 17% менший ніж у 2020 фінансовому році);

- у зв'язку зі зростанням світових цін на соняшникову олію українські агрокомпанії дуже неохоче продають насіння соняшнику;
- визнані торгові збитки від форвардних контрактів;
- деякі постачальники відмовились постачати насіння соняшнику відповідно до форвардних контрактів за попередньо встановленими Кернел цінами, і продали своє насіння іншим контрагентам за значно вищою ринковою ціною.

У 2022 році в рамках нової «Стратегії 2026» компанія планує у 2022 році повернути рівень капітальних вкладень на рівень 2020 року. Проте виходячи з об'єктивних чинників, що вже сталися у цьому фінансовому році досягнення цього є малоімовірним. Ми бачимо сенс відштовхуючись від трьох років лінійного зростання скоригувати дані, вирівнявши показники 2020 і 2021 фінансових років, з метою невикривлення прогнозу, і побудувати лінійних прогноз зростання капітальних витрат, з використанням поправочного коефіцієнту 0,8, оскільки ми не вважаємо можливим зростання планомірне зростання цього показника можливим, враховуючи той факт, що показник за своєю сутністю не є чітко прогнозованим і дуже сильно залежить як від дій компанії так і від зовнішніх чинників. Але в той же час ми вважаємо, що зростання буде відбуватись виходячи зі «Стратегії 2026», для розширення бізнесу на більші посівні площі та більші обсяги переробки соняшнику (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.4

**Прогноз капітальних вкладень Kernel Holding S.A. на прогнозний та  
постпрогнозний періоди**

<b>Необоротні активи</b>	<b>CAPEX-DA, тис.дол.</b>	
2017	93 645	<<за звітністю
2018	146 685	<<за звітністю
2019	194 251	<<за звітністю
2020	245 466	<<скориговано
2021	295 769	<<скориговано
2022	276 858	<<прогноз
2023	317 100	<<прогноз
2024	357 343	<<прогноз
2025	397 585	<<прогноз
2026	437 827	<<прогноз
2027	478 070	<<прогноз (постпрогнозний період)

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Аби розрахувати вкладення в оборотний капітал ( $\Delta NWC$ ) в прогнозному та постпрогнозному періоді, можемо розглянути коефіцієнт WCIR (working capital investment rate) який розраховується наступним чином:

$$WCIR = \frac{\Delta NWC}{\Delta S} \quad (2.1)$$

де  $\Delta NWC$  – чистий оборотний капітал;

$\Delta S$  – зміна виручки.

Розрахувавши середнє значення цього показника за попередні періоди, зможемо зробити прогноз  $\Delta NWC$  на прогнозний та постпрогнозний періоди (табл. 2.5)

Таблиця 2.5

**Розрахунок коефіцієнта WCIR**

<b>Рік</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Середнє значення</b>
$\Delta NWC$ (тис дол)	20 623	31 235	93 897	10098	180834	
$\Delta S$ (тис дол)	180 411	234 072	1 589 130	93 668	1 693 984	
WCIR	0,11	0,13	0,06	0,11	0,11	0,10

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Виходячи з отриманого середнього значення можемо оцінити  $\Delta NWC$  прогнозного та постпрогнозного періодів (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

### Прогноз чистого оборотного капіталу

Рік	$\Delta S$ , тис. дол.	WCIR	$\Delta NWC$ , тис. дол.	
2017	180 411	0,10	20 623	<<за звітністю
2018	234 072	0,10	31 235	<<за звітністю
2019	1 589 130	0,10	93 897	<<за звітністю
2020	93 668	0,10	10 098	<<за звітністю
2021	1 693 984	0,10	180 834	<<за звітністю
2022	252 850	0,10	26 367	<<прогноз
2023	751 316	0,10	78 347	<<прогноз
2024	751 317	0,10	78 347	<<прогноз
2025	751 316	0,10	78 347	<<прогноз
2026	751 316	0,10	78 347	<<прогноз
2027	751 316	0,10	78 347	<<прогноз (постпрогнозний період)

Джерело: складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Після того, як ми спрогнозували всі необхідні дані, можемо здійснити розрахунок майбутніх грошових потоків агрохолдингу Кернел (табл. 2.7), використовуючи формулу:

$$FCFF = \text{Net profit} - (\text{CAPEX} - \text{DA}) - \Delta NWC \quad (2.2)$$

де FCFF – чистий грошовий потік;

Net profit – чистий прибуток;

(CAPEX-DA) – капітальні вкладення з вирахуванням амортизації;

$\Delta NWC$  – чистий оборотний капітал.

Таблиця 2.7

### Прогноз грошових потоків, млн. дол.

тис. дол.	2022	2023	2024	2025	2026	2027+
Net profit	434 531	493 098	551 666	610 233	668 799	727 366
CAPEX-DA	276 858	317 100	357 343	397 585	437 827	478 070
$\Delta NWC$	26 367	78 347	78 347	78 347	78 347	78 347
FCFF	131 306	97 651	115 976	134 301	152 625	170 949

Джерело: складено автором на основі [30,37,38,39,40]

Наступним кроком є розрахунок WACC. Для його розрахунку необхідно визначити вартість власного та залученого капіталу бізнесу:

$$WACC = \frac{E}{D+E}(r_e) + \frac{D}{D+E}(r_d)(1-t) \quad (2.3)$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу;

E – сума власного капіталу;

D – сума залученого капіталу;

$r_e$  – ринкова вартість власного капіталу, %;

$r_d$  – ринкова вартість залученого капіталу, %;

t – податок на прибуток.

Визначимо долю власного та залученого капіталу, використовуючи дані з фінансових звітів [30,37,38,39,40].

$$\frac{E}{D+E} = 2\,082\,708 / 3\,996\,579 = 0,52$$

$$\frac{D}{D+E} = 1\,913\,871 / 3\,996\,579 = 0,48$$

Компанія є суб'єктом оподаткування відповідно до законодавства Люксембургу за ставкою 25%. Ставка податку на прибуток в Україні складає 18%. Оскільки переважна частина бізнесу є резидентами України, для цілей розрахунків ефективною слід вважати саме українську відсоткову ставку 18%.

Вартість залученого капіталу компанії можемо визначити за методом ризику дефолту:

$$r_d = r_f + r_c + r_b \quad (2.4)$$

де  $r_d$  – відсоткова ставка за залученим капіталом;

$r_f$  – безризикова відсоткова ставка;

$r_c$  – ризик дефолту країни;

$r_b$  – ризик дефолту бізнесу.

В якості безризикової ставки можемо використати дохідність за 30-денними казначейськими облігаціями США. Вона складає 2,38%. [41]. Через формулу паритету відсотковий ставок, визначається безризикова ставка для України при інфляції гривні в 10% в 2021 році та інфляції долара 7% складатиме  $((1+0,0238)*(1+0,1)/(1+0,07)-1)=5,25\%$

Ризик дефолту варто оцінювати за країною, в якій відбувається основна операційна діяльність – Україна. Її кредитний рейтинг на дату звітності за даними S&P складає «В». У Кернел, в свою чергу, рейтинг «В+», що є найвищим кредитним рейтингом серед корпорацій України.

Відповідно до звіту рейтингового агентства S&P «2020 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study» ризик дефолту за ставкою В становить 5,76% в середньому за останні 30 років, а для рейтингу В+: 2,07% за той самий період. Тому ми використовуватимемо їх для цілей підрахунку вартості залученого капіталу.

Отже, вартість залученого капіталу за формулою 2.4 складатиме:

$$r_d = 5,25\% + 5,76\% + 2,07\% = 13,08\%$$

Вартість власного капіталу компанії можна визначити через відношення чистого прибутку бізнесу на одну акцію до ринкового курсу цієї акції.

Виходячи з фінансової звітності компанії за 2021 рік очікувана ставка вартості власного капіталу складатиме:  $6,1/53,85=11,33\%$  [42].

За формулою 2.3 середньозважена вартість капіталу складатиме:

$$WACC = 0,52 * 11,33\% + 0,48 * 13,08\% * (1 - 0,18) = 11,04\%$$

Вартість бізнесу в постпрогнозному періоді (або термінальну вартість) можна визначити за формулою:

$$TV_n = CF_n * \frac{1+g}{WACC-g} \quad (2.5)$$

де  $TV_n$  – термінальна вартість для року  $n$ ;

$n$  – номер першого року постпрогнозного періоду;

CFn – грошовий потік у році n;

g – темп зростання виручки;

WACC – середньозважена вартість капіталу [43].

$$\text{Тобто, } TV = 170949 * \frac{1+0,0831}{0,1104-0,0831} = 6782229 \text{ тис. дол.}$$

Вартість бізнесу, таким чином, розрахована в таблиці 2.8, можна розрахувати як майбутніх очікуваних грошових потоків

Таблиця 2.8

**Розрахунок вартості агрохолдингу Кернел методом дисконтованих грошових потоків, тис. дол.**

Найменування	Прогнозний період					Постпрогно- зний період
	2022	2023	2024	2025	2026	
Виручка від реалізації	6032635	6783951	7535268	8286584	9037900	9789216
Темп зростання виручки, %	4,37%	12,45%	11,07%	9,97%	9,07%	8,31%
Собівартість	5323801	6002427	6681052	7359678	8038304	8716929
Валовий прибуток	708834	781834	854216	926906	999596	1072287
Інші витрати	274303	288426	302550	316673	330797	344921
Чистий прибуток	434531	493098	551666	610233	668799	727366
Чистий прибуток	434531	493098	551666	610233	668799	727366
Капітальні вкладення (CAPEX-DA)	276858	317100	357343	397585	437827	478070
Чистий оборотний капітал (ΔNWC)	26367	78347	78347	78347	78347	78347
Чистий грошовий потік	131306	97651	115976	134301	152625	170949
Термінальна вартість	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6782229
Ставка дисконтування	$\frac{1}{1,1104^1}$	$\frac{1}{1,1104^2}$	$\frac{1}{1,1104^3}$	$\frac{1}{1,1104^4}$	$\frac{1}{1,1104^5}$	$\frac{1}{1,1104^6}$
Поточна вартість чистого грошового потіку	118251	79199	84709	88341	90412	3618226
Вартість підприємства	4 079 138 тис. дол.					

*Джерело:* складено автором

Отже, оцінена вартість агрохолдингу Кернел за доходним підходом методом дисконтування грошових потоків складає 4 мільярди 79 мільйонів 138 тисяч

доларів США. Якщо перерахувати на вартість однієї акції, кількість яких, відповідно до фінансової звітності Кернелу за фінансовий рік що завершився 30 червня 2021 року становить 84 031 230 штуки, то вартість однієї акції становитиме 4 079 138 тис. дол. / 84 031 230 = 48,54 дол/акцію.

### 2.3. Оцінка вартості Кернел за опціонною моделлю Блека-Шоулза

Як вже було зазначено, окрім традиційних методів оцінки вартості бізнесу, в окремих випадках, як наприклад умови щорічного швидкого зростання обсягу продажів, нормальний розподіл прибутків на ринку, велика кількість нематеріальних активів що не відображаються в балансі. Зазначені риси тією чи іншою мірою притаманні для агрохолдингу Кернел, а тому ми можемо звернути свою увагу на його оцінку за допомогою моделі Блека-Шоулза.

Дана модель оцінки вартості бізнесу бере за основу колл-опціон (тобто опціон на покупку) – договір, за яким власник такого опціону отримує право купити базовий актив по завчасно встановленій ціні (ціні виконання). Здійснити це можна за допомогою формули для розрахунку вартості колл-опціону 1.1:  $C(t) = P_a N(d_1) - P_e N(d_2) e^{-rt}$ . Для використання в цілях оцінки вартості бізнесу  $P_a$  слід сприймати як поточну вартість активів компанії,  $P_e$  – поточну вартість зобов'язань, а  $t$  – це середньозважений термін погашення усіх зобов'язань компанії (дюрація). При цьому  $S$  – середньоквадратичне відхилення що характеризує ризик бізнесу.

Відповідно до балансу агрохолдингу Кернел вартість активів ( $P_a$ ) станом на 30 червня 2021 року складає 3 996 579 тисяч доларів США (див. додаток А), а вартість зобов'язань на цю ж дату – 783 013 + 1 130 858 = 1 913 871 тисяч доларів США (див. додаток Б). Безризикова відсоткова ставка, що була оцінена в цілях підрахунку вартості бізнесу за дохідним методом складає 5,25%. Цю ж ставку ми використали і для альтернативного опціонного підходу Блека-Шоулза.

Дюрація (t) зобов'язань бізнесу була підрахована нами спираючись на фінансову звітність. Ми розглянули структуру зобов'язань, наведену в таблиці 2.9, і вивели середньозважену дюрацію.

Таблиця 2.9

### Структура зобов'язань Кернел

Сутність	Сума, тис. дол.	Термін погашення (дюрація), міс.
Довгостроковий кредит Європейського банку	58 360	109
Довгостроковий кредит Європейського банку	46 970	93
Довгостроковий кредит Європейського банку	46 080	71
Довгостроковий кредит Європейського банку	20 000	100
Довгостроковий кредит Європейського банку	19 000	114
Довгостроковий кредит Європейського банку	17 000	102
Довгостроковий кредит Європейського банку	14 500	103
Довгостроковий кредит Європейського банку	11 772	95
Довгостроковий кредит Європейського банку	8 093	99
Довгостроковий кредит Європейського банку	7 680	71
Короткостроковий кредит Європейського банку	6 329	1
Короткостроковий кредит Європейського банку	5 887	1
Короткостроковий кредит Європейського банку	308	2
Випущені облігації	296 991	76
Випущені облігації	296 991	40
Випущені облігації	212 495	7
Інші короткострокові зобов'язання	557 994	2
Інші довгострокові зобов'язання	294 341	60
<b>Середньозважена дюрація</b>	<b>1 913 871</b>	<b>41</b>

*Джерело:* складено автором на основі [30]

Отже, підрахована дюрація складає 41 місяць або 3,4 роки.

Що стосується середньоквадратичного відхилення, для країн з розвиненим ринком його легко порахувати, адже у ЗМІ регулярно з'являється інформація, показники що так чи інакше характеризують ризик різних компаній і галузей. В Україні така статистика не ведеться. Ми вважаємо, що умісним буде прийняти середній для ринків що розвиваються коефіцієнт у 45%.

Отримані дані ми підставили в наведені формули та отримали:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{3\,996\,579}{1\,913\,871}\right) + \left(0,0525 + \frac{0,45^2}{2}\right)4,3}{0,45\sqrt{4,3}} = 1,49$$

$$d_2 = 1,49 - 0,45\sqrt{4,3} = 0,56$$

Функція стандартного нормального розподілу отриманих значень була отримана за допомогою використання програмного забезпечення Microsoft Excel (рис. 2.4).

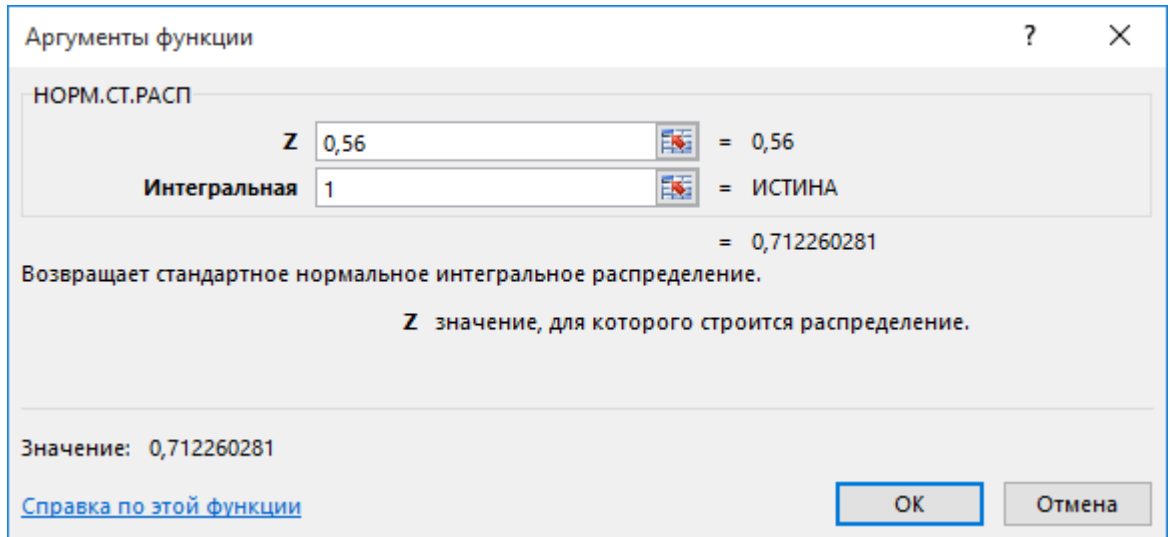
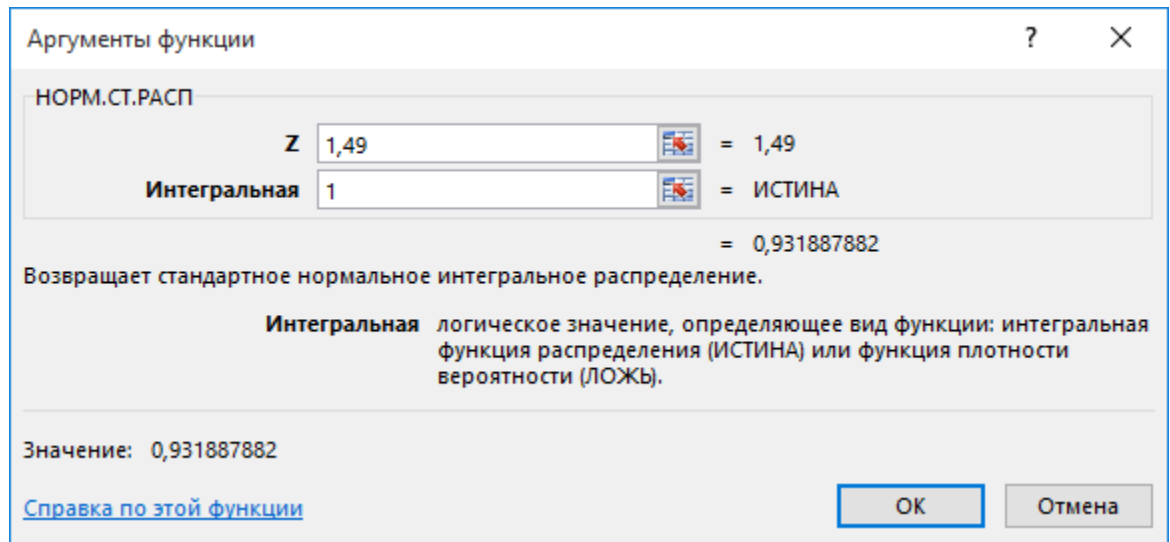


Рис. 2.4. Розрахунок стандартного нормального розподілу

*Джерело:* складено автором

Отже, в результаті наведеного підрахунку ми отримали:

$$N(d_1)=0,93$$

$$N(d_2)=0,71$$

В результаті отримання всіх вищеприведених даних, можемо розрахувати вартість агрохолдингу Кернел за допомогою опціонного підходу в таблиці 2.10.

Таблиця 2.10

**Розрахунок вартості агрохолдингу Кернел за опціонним підходом, тис.**

**дол.**

Показник	Сума, тис. дол.
Поточна вартість активів	3 996 579
Поточна вартість зобов'язань	1 913 871
Середньозважений термін погашення зобов'язань, років	3,4
Безризикова відсоткова ставка, %	5,25
Середньоквадратичне відхилення вартості бізнесу, %	45
$N(d_1)$	0,93
$N(d_2)$	0,71
Вартість бізнесу $C(t)=P_aN(d_1)-P_eN(d_2)e^{-rt}$	2 580 109

*Джерело: складено автором*

Отже, в ході оцінки вартості агрохолдингу Кернел за моделлю Блека-Шоулза, що є одним з альтернативних методів оцінки опціонного підходу був отриманий результат в 2 мільярди 580 мільйонів 109 тисяч доларів.

Різниця між отриманим результатом за дохідним підходом та опціонним суттєва:  $4\,079\,138 - 2\,580\,109 = 1\,499\,029$  тисяч доларів. Це можна пояснити двома основними факторами. По-перше: різна розрахункова база. Різні методи оцінки, очевидно, використовують різні параметри для розрахунку. Очевидно, наприклад, що дохідний підхід відштовхується від прогнозування майбутніх доходів та чистого прибутку, в той час як опціонний метод використовує балансові показники активів та зобов'язань. По-друге, недосконалість інформаційної бази в Україні, що є загальною проблемою для оцінки будь-якого українського бізнесу,

адже відсутня стандартизована інформація для окремих галузей та секторів економіки, і достатньо обмежена кількість інформації щодо економіки України в цілому.

## РОЗДІЛ 3.

## ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ОЦІНОЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

**3.1. Шляхи вдосконалення оціночної діяльності в Україні**

Беручи до уваги економічний розвиток України та українського бізнесу, сучасний стан оціночної діяльності, її законодавча база, методологія, на нашу думку, потребують вдосконалення.

Система законодавчого регулювання оціночної діяльності в Україні достатньо об'ємна і визначається Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність», а також Постановами Кабінету міністрів України – чотирьох стандартів оцінки майна. Закон багато в чому є поверхневим і не зачіпає багатьох аспектів, які варто було б описати більш детально. Введення Стандарти дещо його деталізують, хоча зустрічається дубляж основного закон (див табл 3.1).

Таблиця 3.1

**Національні стандарти оцінки майна**

Тип	Стандарти	Призначення	Опис
Перший	№1	Загального призначення	В стандарті викладено загальні засади оцінки майна, поняття, терміни ключові концепції оцінки.
Другий	№2,3,4,5	Оцінка окремих видів майна	Розглядають оцінку окремих видів майна: нерухоме, рухоме, нематеріальні активи і бізнесу.
Третій	№6,7	Для певної мети оцінки	Призначені для спеціальних потреб оцінки: складання фінансової звітності та забезпечення позики.

*Джерело:* складено автором на основі [44]

Тобто, можна констатувати, що оціночне законодавство потребує більшого ступеня систематизації і перегрупування.

Щодо стосується інших питань, варто зачепити тему угоди купівлі та продажу підприємств, злиття та поглинання. Вони мають в XXI столітті повсякденний характер як у світовій економіці, так і в Україні це останнім часом також не поодинокі явище. Це утворює значну потребу в методологічних та людських ресурсах для обробки дуже значної кількості інформації щодо підрахунку вартості об'єктів інвестування, оцінки доцільності інвестування, та, зокрема, оцінки інвестиційної привабливості підприємств.

З цієї точки зору варто зазначити, що наразі український ринок відчуває нехватку кадрів, що мають необхідну достатність знань та відповідний досвід для проведення такого фінансового аналізу бізнесу, ефективності його інвест-проектів. На жаль, рівень фінансової освіти в Україні хоча в останні роки поступово покращується, але залишається на відносно низькому рівні у переважність більшості відповідних навчальних закладів порівняно з країнами Європи.

Виклики щодо питань оцінки бізнесу та їх інвестиційної привабливості також проявляються у значному рівню невизначеності, характерного для нашого ринку асиметричністю інформації, відносною політичною нестабільністю та турбулентністю економіки. Оскільки процес оцінки цілком і повністю базується на історичних та прогнозних даних, то їх точність та актуальність зобов'язана бути забезпечена відповідного рівня ресурсною базою. Проте в Україні залишається нерозвиненою інформаційна інфраструктура фондового ринку [45].

В Україні не існує єдиної інформаційної бази на кшталт Bloomberg, Reuters чи Thomson, яка б об'єднувала весь обсяг інформації про різного характеру бізнеси. Звісно, при створенні подібного роду баз даних залучають професійних аналітиків, які в свою чергу також беруть участь в обробці баз даних, формуванні висновків та рекомендацій для інвесторів. Такі бази даних також в свою чергу

мають інформаційні платформи, які ретранслюють новини, що потрібні для прийняття інвестиційного рішення. На сьогодні не існує в Україні таких баз даних, і нерозвинена інформаційна інфраструктура. Тому тут також є широкий спектр для подальшого розвитку [46].

Крім того, в Україні також відсутні бази даних з проведених операцій злиття та поглинання. Інформація наявна в окремих інформаційних джерелах, але не в агрегованих базах даних. В результаті збору інформації із різних джерел природньо виникає проблема з уніфікацією даних, так як інформація що зібрана з різних джерел є неоднорідною, а дуже часто і суперечною одна одній. Тобто необхідним ми вважаємо створення національної інформаційної бази, яка б об'єднувала інформацію по емітентам цінних паперів, проведеним операціям злиття та поглинання, ті іншу інформацію, яка може стати дуже важливою для інвестора в процесі прийняття рішення. Крім того дуже бажано, щоб така база даних містила не лише виключно інформаційні дані, а також аналітику, рекомендації, автоматизовану систему калькуляції різних коефіцієнтів, та мультиплікаторів.

Також в наслідок консолідації інформації із різних інформаційних джерел дуже сильно зростають проміжні витрати інвесторів задля отримання та аналізу цієї інформації, адже консолідація інформації потребує значного часу, протягом якого інформація змінюється та оновлюється, що впливає на точність результатів консолідації [47].

Також важливим питанням є відсутність даних по секторам економіки. Незважаючи на те, що вітчизняне законодавство визначає нормативні значення коефіцієнтів загалом, це не завжди є правильним кроком, бо значення цих показників повинні формуватися відповідно до специфіки кожного сектору економіки. Адже існують галузі, де попит на товари змінюється менш незалежно від стану економіки чи впливу інших факторів. Наприклад, якщо розглядати товари першого вжитку, очевидно, що значення коефіцієнтів для виробників такої

продукції мають бути визначені окремо. З іншого боку, наприклад, важке машинобудування є чутливим до стану економіки в країні. В період економічного спаду скорочуються обсяги будівництва, скорочуються обсяги замовлень на продукцію металургійної галузі і т.д. Таким чином попит стрімко падає, виробництво скорочується і дуже швидко збільшуються обсяги запасів. Тобто стан підприємства стає гіршим набагато більш швидкими темпами у порівнянні з іншими секторами економіки. І для даного сектора економіки величини фінансових коефіцієнтів повинні мати інші порогові значення, інші показники ризику.

Для інвестора питання отримання як актуальної інформації, так і історичних даних стоїть доволі гостро. Навіть при відсутності українських баз даних, можна отримати інформацію про емітентів. Але інформація по емітентам не завжди надається коректно. Тому необхідно створити єдину уніфіковану базу, що зробить інформацію порівняною.

З огляду це задля вирішення питань пов'язаних з інформаційно-програмним середовищем потрібно зробити ряд кроків. По-перше, потрібно покращити рівень програмного забезпечення функціонування фондового ринку для забезпечення стабільності роботи систем та високого рівня захищеності інформації. Адже, від цього залежить захищеність від ризиків шахрайства чи зловживань на фінансовому ринку. Захищеність транзакцій та інформації про інвесторів є основою для забезпечення довіри до фондового ринку взагалі.

З метою виконання цього завдання необхідна ініціатива та підтримка процесів покращення якості програмного забезпечення з боку Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Україна володіє значним потенціалом в сфері інформаційних технологій, маючи високий кількісний та якісний рівень кадрового забезпечення, і не має жодних перешкод для вирішення цих задач силами національної економіки [48].

З точки зору інформаційного забезпечення серед першочергових заходів мусить бути запроваджена робота з консолідації, агрегування та вирівнювання інформації. Для цього необхідне встановлення більш жорстких вимог по розкриттю інформації та своєчасності звітування емітентами.

Оскільки поточна вартість акцій визначається на ринку, вона нерозривно пов'язана з кон'юктурою фондового ринку. Багато в чому рівень розвитку фондового ринку відображається на процесі оцінки інвестиційної привабливості компанії. Але той український фондовий ринок, що почав діяти ще з часів незалежності України не досяг суттєвих результатів в своєму розвитку. Присутня дуже мала кількість по-справжньому ліквідних акцій. Ринок дуже легко піддається штучним коливанням, що можуть бути спричинені операціями окремих суб'єктів.

В українській практиці незривеного ринку фондовий ринок не реагує миттєво, або взагалі не реагує на новини емітентів. Таким чином складно прогнозувати поведінку вартості акцій для інвестора. Вітчизняний ринок не є чутливим до новин аналогічно Європейським чи фондовому ринку США, де ціни на акції змінюються не лише на новинах, що стосуються безпосередньо емітентів, а і на основі загальноекономічних, загальнополітичних новин, а також неординарних [49].

Одним із завдань, що виникає перед оцінщиком під час оцінки вартості бізнесу дохідним підходом – це необхідність зробити прогноз майбутніх грошових потоків через прогнозування доходів витрат та іншого. Дуже важливим тут є отримати точні дані щодо майбутніх доходів підприємства. Основним джерелом отримання подібної інформації є бізнес-плани, які ці компанії розробляють. Проте ці документи дуже часто мають рекламний характер для потенційних інвесторів. Тому на підставі цього не можна робити безумовні висновки щодо реальних майбутніх грошових потоків бізнесу, що є основою для оцінки дохідним методом вартості бізнесу. Крім того, в Україні прогнозування ускладнюється ще супутніми факторами. Це такі негативні фактори як нестабільність макроекономічного

середовища, нестабільність зовнішньоекономічних векторів країни та інших сприяють ускладненню прогнозів. Проблемним також є визначення WACC, а саме визначення його елементів. В тому числі, складно визначити безризикову ставку для України. Більшість аналітиків визначають WACC експертним шляхом в рамках певної галузі і при цьому не здійснюють розрахунків середньозваженої вартості капіталу індивідуально для кожної компанії, у зв'язку зі складністю визначення безризикової ставки та бета-коефіцієнту (історична база даних з розрахованими бета-коефіцієнтами до того ж також відсутні). Неможливо визначити середню довгострокову бету для проведення розрахунків. В кінцевому підсумку, все це ускладнює визначення правильності грошових потоків та розрахунок вартості бізнесу дохідним методом [50].

Що стосується порівняльного підходу, в Україні його використання залежить від кількості компаній галузі та наявності достовірної фінансової звітності. Також важливим є вибір більш-менш схожих за ліквідністю компаній. Проте в Україні рівень волатильності ринку високий і важко зробити вибірку по компаніям, які б максимально відповідали б аналогам.

В Україні є необхідним перехід до використання комбінації методів оцінки. Необхідним є надання переваги тим методам, які є фактичними і на які не можуть вплинути власні погляди оцінювача або інтереси власника, інвестора або інших зацікавлених осіб. У цьому могло б допомогти виведення Наглядової ради з питань оціночної діяльності з рангу консультативних органів (які станом на зараз фактично не функціонують) в ранг виконавчих, з точки зору контролю та моніторингу оціночної діяльності, що могла би стати однією з організацій, підпорядкованих НКЦПФР (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку) [51].

Отже, підсумовуючи все вищесказане, можна виділити наступні шляхи вдосконалення оціночної діяльності в Україні загалом і в контексті оцінки бізнесу зокрема:

- вдосконалити законодавче та правове регулювання оціночної діяльності в Україні: уніфікувати та стандартизувати його, гармонізувати його зі світовим досвідом та законодавством Європейського Союзу;
- забезпечити якісний рівень підготовки фахівців-оцінювачів;
- створювати консолідовані бази даних по галузям та бази даних злиттів-поглинань, покращувати інформаційну інфраструктуру;
- сприяти виведенню українського фондового ринку на якісно новий рівень, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку повинна створити більш жорстку систему контролю задля забезпечення чесності та безперервності його функціонування;
- створити законодавчі механізми для функціонування Наглядової ради з питань оціночної діяльності, як окремого виконавчого органу, підконтрольного НКЦПФР, з метою забезпечення державний механізмів сертифікації професійних оцінювачів та моніторингу, контролю оціночної діяльності загалом.

### **3.2. Визначення комплексу заходів для бізнесу задля підвищення ринкової вартості**

Після того як було розглянуто, яким чином можливо покращити оціночну діяльність, в тому числі оцінку вартості бізнесу, з точки зору держави, варто розглянути, що може зробити бізнес задля того, аби підвищити власну ринкову вартість.

Підвищення вартості бізнесу – це друга за важливістю задача перед менеджментом бізнесу після максимізації прибутку. Вирішення цієї задачі дозволяє максимізувати прибуток від майбутнього продажу бізнесу, в разі якщо буде в цьому необхідність. Також вартість підприємства є ключовим виміром ефективності роботи його менеджменту. Для підвищення вартості бізнесу менеджмент має доволі різноманітний інструментарій. Фактично, будь-які заходи

підвищують вартість бізнесу. Фундаментально, вплинути на вартість бізнесу менеджмент може наступними кроками:

- впровадження стратегії розвитку бізнесу;
- робота над створенням іміджу та діловою репутацією;
- створення вартості управління;
- інвестування в необоротні активи;
- контроль оборотних активів [52].

Формування чіткої стратегії розвитку бізнесу вже саме по собі здатне підвищити його вартість (що стосується нематеріальних активів, детально розглянуто буде нижче). При цьому стратегічне управління бізнесом дозволить забезпечити ринкову стійкість, конкурентоспроможність, ефективність операційної діяльності. Для впровадження цієї стратегії бізнес формує різноманітні політики, що є складовими частинами одного бізнес-плану. Важливо моніторити, аби ці функціональні політики не суперечили одна одній і всі вони повинні сприяти впровадженню розробленої стратегії.

Що стосується іміджу, ділової репутації та решти нематеріальних активів, вони дуже сильно недооцінені наразі з точки зору бухгалтерії і фінансового менеджменту в цілому. Адже інтелектуальний капітал є найбільш важливим активом будь-якого сучасного бізнесу XXI століття [53].

Питання правильної оцінки нематеріальних активів, які мають вагому роль у визначенні справедливої вартості бізнесу в сучасних умовах є дискусійним. Методологія їх оцінки постійно зазнає змін з метою пошуку універсального методу. Тому це є основною причиною відхилення в справедливій вартості бізнесу. Саме тому необхідно в першу чергу визначити порядок оцінки окремих компонентів, що впливають на вартість компанії.

Рисунок 3.1 демонструє зміну (у відсотках) відносної значимості нематеріальних активів в оцінці бізнесу.

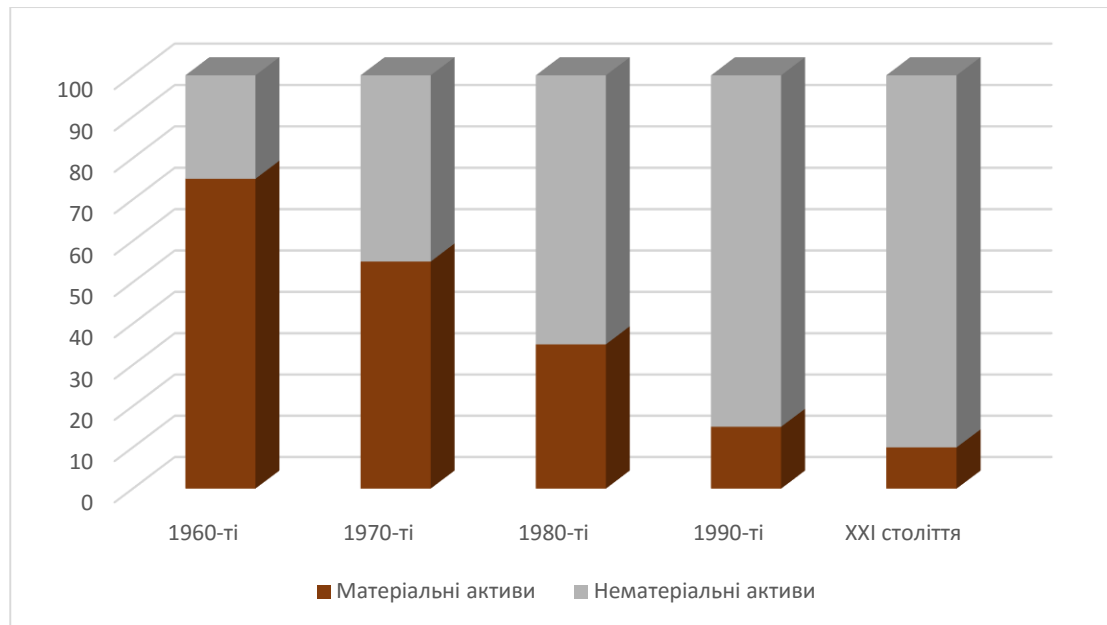


Рисунок 3.1. Значимість вартості матеріальних та нематеріальних активів в оцінці бізнесу.

Джерело: складено автором на основі [54]

Якщо частина нематеріальних активів, як то програмне забезпечення, корисні моделі тощо відображаються в балансі то гудвіл (тобто ділова репутація), що не пов'язані з операціями злиттів-поглинань не можуть бути оцінені бухгалтерськими методами. Проте випускати ділову репутацію, інтелектуальний капітал з уваги лише тому, що вони не будуть відображені в статтях балансу не варто, адже вони безумовно впливають на здатність бізнесу генерувати результати і тим самим підвищувати власну вартість. Не виключаємо, що в майбутньому нові форми Міжнародних стандартів фінансової звітності знайдуть методи відображення в балансі бізнесу інтелектуального капіталу та усього обсягу ділової репутації [55].

Для створення вартості управління необхідно налагоджувати менеджмент, інноваційна технології управління та контролінгу. Необхідно мати чіткі та обґрунтовані KPI, притримуватись головної лінії до управління бізнесом та інші міри зрозумілі та інтуїтивному рівні [56].

Що стосується необоротних активів, вони позитивно впливають на бізнес, адже практично не залежні від впливу інфляції, не мають суттєвих комерційних втрат в ході здійснення операційної діяльності, захищені від невдалих дій управлінців, забезпечують виробництво і власне здатність генерувати прибуток, сприяє зменшенню втрат від зберігання запасів тощо. Але треба мати на увазі, що вони чутливі до фізичного та морального зносу і є слаболіквідними, тому операції з необоротними активами є окремим спектром для прийняття рішень у кожному бізнесі.

Що стосується оборотних активів, у бізнесу повинна бути достатня кількість ліквідних активів, але не надмірну. Необхідно мати сучасні технології контролю, модернізований операційний контроль, внутрішній аудит і т.д. Також підвищення вартості компанії залежить від грамотного балансу власного капіталу та боргового капіталу. Саме вдала суміш цих капіталів, а не максимізація власного капіталу, дозволить максимізувати вартість бізнесу. Влучне використання боргового капіталу є запорукою підвищення вартості бізнесу.

На нашу думку, впровадження вищеперелічених кроків дає змогу максимізувати будь-якому бізнесові його вартість.

### **3.3. Порядок переоцінки вартості бізнесу внаслідок війни**

Вже зрозуміло, станом на квітень 2021 року, що війна матиме руйнівні наслідки для України. Відбудувати зруйноване російськими інтервентами доведеться протягом наступного десятиліття. Держава вже понесла значні матеріальні втрати що в кілька разів перевищують річний ВВП. І до завершення війни станом на квітень ще доволі далеко. Але як вплине війна на оціночну діяльність щодо бізнесу, та яким чином варто здійснювати їх переоцінку.

Насамперед варто зазначити, що оцінка здійснена у довоєнний час будь-яким з традиційних чи альтернативних методів варто переоцінити навіть у тому

випадку, якщо бізнес не постраждав від прямої окупації чи влучень ракет та артилерії. Адже війна безумовно вплине на прогноз щодо майбутніх грошових потоків і потенційно може вплинути на вартість більшості активів бізнесу відмінних від готівкових грошей та їх еквівалентів. Наприклад, собівартість виробництва готової продукції може зрости внаслідок браку сировини, поставка якого з-за кордону чи навіть всередині країни або ускладнилась або повністю перервалась у зв'язку з воєнними діями і тим самим перевищити чисту реалізовану вартість цього запасу. Звісно, питання може вирішити підняття цін на такі запаси і в більшості випадків, скоріш за все, такий підхід спрацює. Проте якщо товар не є предметом масового попиту чи першого вжитку, споживач може не забажати купляти товар за вищою ціною, і можуть виникнути проблеми з такими запасами.

Подібним впливам можуть піддатись також дебіторська заборгованість, аванси видані і т.д. зі зрозумілих причин – можливі банкрутства дебіторів.

Тому, навіть в таких випадках довоєнна оцінка вартості підприємства у переважній більшості випадків не відображатиме його реальної вартості, а тому у професійних оцінщиків буде дуже багато роботи щодо переоцінки бізнесів, які цього потребують. Що стосується підприємств які піддалися руйнуванням, окупації, мародерству та знищенню запасів, вплив на оцінку вартості бізнесу є очевидним.

У післявоєнній оцінці бізнесу, багато залежатиме від держави. Яким чином держава сприятиме відновленню пошкодженої інфраструктури та компенсуватиме збитки постраждалим бізнесам повністю чи частково. Очевидно, що навіть за умов повної державної компенсації вартість бізнесу не матиме змоги повернутись на довоєнний рівень, у зв'язку з втратою бізнесами прибутків, потенційних банкрутств основних постачальників чи клієнтів та багатьох інших факторів.

Також постає питання, що держава має створити необхідні умови професійним оцінювачам для оцінки збитків, завданих бізнесам задля

впровадження компенсаційних програм. З точки зору законодавства оцінювачі можуть керуватися постановою Кабінету Міністрів України від 22 січня 1996 року № 116 (далі – Постанова №116) «Про затвердження Порядку визначення розміру збитків від розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей». Відповідно до нього, «розмір збитків від розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей визначається шляхом проведення незалежної оцінки відповідно до національних стандартів оцінки». Тобто, незалежний оцінювач повинен буде оцінити розмір збитків завданий активам бізнесу [57].

Що стосується компенсації збитків, у Постанові йдеться про наступне: «Із сум, стягнутих відповідно до цього Порядку, здійснюється відшкодування збитків, завданих підприємству, установі і організації з урахуванням фактичних витрат підприємства на відновлення пошкоджених або придбання нових матеріальних цінностей та вартості робіт з їх відновлення. Залишок коштів перераховується до державного бюджету» [57]. Однак з поточної редакції статті виключена формула, за якою здійснюється компенсація збитків постановою Кабінету Міністрів України №1253 від 07.12.2011 і не було введено ніяких інших методичних вказівок до розрахунків [58].

Виходячи з чинного законодавства є змога керуватися лише Господарським Кодексом України (далі – ГКУ). Відповідно до частини 6, статті 20 ГКУ «Кожен суб'єкт господарювання та споживач має право на захист своїх прав і законних інтересів», в тому числі через механізм компенсації збитків [59].

Відповідно до частини 2, статті 224 ГКУ «під збитками розуміються витрати, зроблені управненою стороною, втрата або пошкодження її майна, а також не одержані нею доходи, які управнена сторона одержала б у разі належного виконання зобов'язання або додержання правил здійснення господарської діяльності другою стороною» [59]. Тобто бізнес матиме право на компенсування не лише прямий завданий втрат, але й недоотриманого прибутку.

З точки зору діючого законодавства, після виключення з Постанови №116 методичних вказівок, розмір відшкодування збитків визначається лише виходячи з Тимчасової методики визначення розміру збитків Ради Міністрів СРСР з економічної реформи від 21 грудня 1990 року [60]. Тобто методички часів дуже раннього етапу перехідної економіки, яка фактично лишалась плановою.

І відповідно до цієї методики бізнес повинен подати позов проти російської федерації до міжнародних судових інстанцій для компенсації збитків. Також присутня можливість консолідованої подачі позову від імені держави Україна до російської федерації. Однак, тут виникає одразу декілька проблемних питань:

1) Будь-який судовий позов може бути розтягненим у часі через купу бюрократичних процедур та вимог.

2) Російська федерація історично добровільно не виконує рішень міжнародних судів, і цей факт ще більше затягне потенційний процес примусового вилучення закордонного майна, його продаж та передачу Україні.

Ми зі свого боку вважаємо, що необхідно в короткі строки прийняти поправку до Постанови №116, і внести точну формулу для розрахунку збитків, завданих бізнесу.

Наприклад, пункт 2 у редакції Постанови Кабінету Міністрів України від 22.01.1996 р. № 116, який існував до 2011 року «Розмір збитків від розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей визначається за балансовою вартістю таких цінностей (з вирахуванням амортизаційних відрахувань), але не нижче 50 відсотків балансової вартості на момент встановлення такого факту з урахуванням індексів інфляції, які визначає щомісяця Держкомстат, відповідного розміру податку на додану вартість та розміру акцизного збору за формулою:

$$PЗ = [(Бв - А) \times Іінф + ПДВ + Азб] \times 2 + Вп + Вр,$$

де PЗ - розмір збитків (у гривнях); Бв - балансова вартість на момент встановлення факту розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей (у гривнях); А - амортизаційні відрахування з дати початку експлуатації

(у гривнях); Іінф - загальний індекс інфляції, який розраховується з дати початку експлуатації на підставі визначених щомісяця Держкомстатом індексів інфляції; ПДВ - розмір податку на додану вартість (у гривнях); Азб - розмір акцизного збору (у гривнях); Вп - фактичні витрати підприємства для відновлення пошкоджених або придбання нових матеріальних цінностей (у гривнях); Вр - фактична вартість робіт з відновлення (витрати на доставку матеріалів і усунення пошкоджень) за цінами на день вчинення правопорушення (у гривнях).

Показники Вп та Вр застосовуються для визначення розміру збитків від розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей та відповідних витрат, необхідних для відновлення пошкоджених або придбання нових матеріальних цінностей на безперервно діючих підприємствах, в установах і організаціях, де таке відновлення необхідне для подальшого продовження роботи» [61].

На нашу думку, зараз буде надзвичайно актуальним внесення до Постанови №116 цієї чи іншої формули, а також деталізувати її у розрізі різних можливих випадків, а також окремо передбачити спосіб розрахунку недоотриманого прибутку. Таку формулу міг би запропонувати, загальний збір професійних оцінювачів організований у ролі модератора спеціалізованим виконавчим органом, на кшталт Наглядової ради з питань оціночної діяльності, реформованої відповідно до пропозиції в пункті 3.1.

## ВИСНОВКИ

У ході дослідження даної теми було узагальнено теоретичний та практичний досвід оцінки вартості бізнесу, розробка рекомендацій щодо удосконалення методичних підходів і практичних механізмів оцінки в умовах глобалізації.

Було зроблено наступні висновки:

1. Оцінка вартості бізнесу – це процес визначення вартості організації, що здійснює свою діяльність з метою одержання прибутку, на конкретну дату, за встановленою законодавством процедурою. Ми вважаємо таке визначення достатньо вичерпним, що детально розкриває суть визначення кожної категорії що використовується в процесі визначення економічного змісту цього поняття. В управлінській діяльності оцінка вартості бізнесу є важливою, адже вона допомагає в прийнятті обґрунтованих рішень щодо здійснення поточного управління бізнесом, інвестиційної діяльності, операцій злиття-поглинання, ліквідації бізнесу, а також в прийнятті стратегічних рішень щодо розвитку бізнесу, розробці бізнес-планів та його подальшого розвитку

2. Було визначено, що до традиційних методів оцінки вартості бізнесу належать доходний, витратний та порівняльний підходи. Було визначено їх основні переваги, недоліки та методи оцінки в рамках підходів.

3. Було розглянуто найбільш розповсюджені альтернативні методи оцінки вартості бізнесу, зокрема опціонний метод, який може бути дієвим та давати більш точні оцінки ніж традиційні методи за умов стрімко зростаючих доходів, за умов володіння цими бізнесами значних нематеріальних активів та за умов великого впливу на доходи майбутньої невизначеності, та велику варіативність цих невизначеностей. Також виокремили в рамках опціонного методу виділили моделі Блека-Шоулза, Кокса-Рубінштейна та симуляції Монте Карло.

4. Розглянули економічне середовище агробізнесу Кернел та надано обґрунтування щодо його системної важливості для економіки України.

5. Оцінивши вартість агрохолдингу Кернел за доходним підходом методом дисконтування грошових потоків, що склала 7 039 190 тис. дол. було з практичної точки зору продемонстровано цю модель на практичних ринкових показниках та показниках фінансової звітності компанії.

6. Оцінивши вартість агрохолдингу Кернел за альтернативним підходом опціонним методом підходом Блека-Шоулза, що склала 2 246 516 тис. дол. було з практичної точки зору продемонстровано цю модель на практичних ринкових показниках та показниках фінансової звітності компанії.

7. Було рекомендовано вдосконалити законодавче та правове регулювання оціночної діяльності, забезпечити якісний рівень підготовки професійних фахівців в галузі оцінки, створити консолідовані бази даних по галузям та з операцій злиттів-поглинань, покращити інформаційну інфраструктуру, сприяти виведенню українського фондового ринку на якісно новий рівень, створити законодавчі механізми для функціонування Наглядової ради з питань оціночної діяльності.

8. Для підвищення ринкової вартості бізнесу необхідно шляхом впровадження стратегії розвитку бізнесу, роботи над діловою репутацією та нематеріальними активами, інвестування в необоротні активи та підтримання оптимального рівня оборотних активів.

9. Війна зробила тему даного дослідження ще більш актуальною, адже вона в будь-якому випадку завершиться, і необхідно буде оцінювати збитки як її наслідок. Для цього необхідно створити правову базу шляхом внесення змін до Постанови Кабінету Міністрів України №116 «Про затвердження Порядку визначення розміру збитків від розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей» для конкретизації цієї компенсації через збори професійних оцінювачів організованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку за посередництва спеціалізованого виконавчого органу йому підпорядкованого.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 12.07.2001 р. №47. Дата оновлення: 06.10.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14#n281> (дата звернення: 17.04.2022).
2. Про затвердження Національного стандарту №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»: Постанова Кабінету Міністрів України від 10.09.2003. №1440. Дата оновлення: 15.04.2015. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF#Text> (дата звернення: 17.04.2022).
3. Г.В. Осовська, О.А. Осовський. Основи менеджменту: підручник. Видання 3-є, перероблене і доповнене. Київ: «Кондор», 2008. – 664 с.
4. Patriki N.P. (2009). *Metodychni pidkhody do otsiniuvannia vartosti biznesu.* [Methodical approaches to business valuation.] *Menedzhment ta pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia i problemy rozvytku.* [Management and entrepreneurship in Ukraine: stages of formation and problems of development]. 2009. Retrieved from: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/2766/1/29.pdf> (accessed 25 March 2022).
5. Кучеренко В.Р. Оцінка бізнесу та нерухомості: навчальний посібник. Одеса: Асторопринт, 2013. – 235 с.
6. Куліш Г.П., Галай Т.О. Особливості оцінки та систематизація чинників вартості компаній на ринках, що розвиваються. Причорноморські економічні студії: Економіка та управління підприємствами №45, 2019. С. 67-71.
7. Воробйов Ю.М., Блажевич О.Г. Теоретичні основи фінансової оцінки бізнесу. Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції №2, 2012. С. 44-46.
8. Кононова К.Ю., Калашніков С.К. Використання методів оцінки бізнесу на прикладі ПАТ «Центренерго». Соціальна економіка, №60, 2020. С. 159-168.
9. Sean Peek. How to Calculate a Business Valuation. URL: <https://www.uschamber.com/co/run/finance/business-valuation-how-to-guide> (accessed: 17.04.2022).

10. Prashant Vihar. Valuations & Business modelling: study manual. The institute of Company Secretaries of India. Module 3. Elective paper 9.7.
11. Business valuation ASA Standards. American Society of Appraisers, 2008. URL: <https://www.appraisers.org/disciplines/business-valuation-BV> (accessed: 17.04.2022).
12. Ireneusz Miciula, Marta Kadlubek, Pawel Stepien. Modern Methods of Business Valuation – Case Study and New Concepts. Sustainability 2020, 12, 2699. 22 p.
13. Black, Fischer; Myron Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy. 81 (3), 1973. P. 637–654.
14. Перерва П.Г., М.І.Погорелов. Економіка виробничо-підприємницької діяльності: навчальний посібник: Харків, НТУ «ХПІ», 2006. 561 с.
15. Головкова Л.С. Сукупний економічний потенціал корпорації: формування та розвиток: Запоріжжя, КПУ, 2009. 339 с
16. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. URL: <https://www.fg.gov.ua/spivpratsya-z-fondom/perelik-vidibranih-osib/subekti-otsinochnoi-diyalnosti> (дата звернення: 17.04.2022).
17. Зубенко А.В. Оцінка бізнесу та об'єктів нерухомості: конспект лекцій: Харків, ХНУМГ ім. О.М. Бекетова, 2018. 89 с.
18. Weldelessie, H., Vermaak, C. Do Micro-Credits Work As An Effective Anti-Poverty Pro-gram For Poverty Eradication? Evidence From Ethiopia. 2019
19. Milan Hrdy. Valuation standards for commercial banks in the financial Theory and their analysis: Prague Economic Papers, 2017. 13 p.
20. Чубка О.М., Федевич Л.С., Курило О.Б. Витратний підхід до оцінки вартості підприємства: характеристика методів: гроші, фінанси і кредит, №19, 2018. С. 1198-1203.
21. Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент: підручник, 2-ге вид., стер.К. : Знання, 2013. 375 с.

22. Wiktor Patena. Company valuation. How to deal with a range of values? – National Louis University, ul Zielona, 2011. P. 75-84.
23. William A. Hanlin Jr, J. Richard Claywell. The market approach. Guide to fair value under IFRS.
24. Locatelli, G, Boarin, S, Pellegrino, F et al. Load following with Small Modular Reactors (SMR): A real options analysis. Energy, 80, 2015. P. 41-54.
25. Кириченко Г.В. Основні підходи до оцінювання вартості та можливість їх застосування на підприємствах транспорту. Менеджмент та підприємництво в Україні, 2019.
26. Рутгайзер В.М.. Оцінка вартості бізнес: Навчальний посібник. М.: Маросейка, 2007. 448 с.
27. Cox J., Ross S. A., Rubinstein M. Option pricing: a simplified approach. Journal of Financial Economics. 1979. Vol. 7. P. 229—263.
28. Jaroslav Mencik. Simulation Methods for Study of Random Quantities and Influences: Introduction to Experimental Analysis. P. 127-136.
29. Святенко С.В. Оцінка бізнесу як інструмент управління вартістю малого підприємства. Східна Європа: Економіка, бізнес та управління, № 6 (23), 2019. С. 403-409.
30. Kernel Holding S.A. Annual Report for the year ended 30 June 2021.
31. 100 найбільших приватних компаній України 2020. URL: <https://forbes.ua/ratings/100-naybilshikh-privatnikh-kompaniy-ukraini-02112020-408> (дата звернення: 17.04.2022).
32. Кернел збільшив ЕБІТДА та виручку з 9 місяців 2020/2021. URL: <https://web.archive.org/web/20210817110518/https://ukranews.com/news/778506-kernel-uvlichil-ebitda-do-670-mln-za-9-mesyatsev-2020-2021> (дата звернення: 17.04.2022).

33. Топ-25 лідерів діджиталізації. URL: <https://web.archive.org/web/20210514144659/https://www.dsnews.ua/reitingi/top-25-liderov-didzhitalizacii-26042021-423158> (дата звернення: 17.04.2022).
34. Кернел впровадив систему електронного документообігу. URL: <https://web.archive.org/web/20210817103608/https://delo.ua/business/kernel-vnedril-sistemu-elektronnogo-dokumentoo-352483/> (дата звернення: 17.04.2022).
35. Тарасова О.В. Аналіз методів оцінки вартості компанії при злитті та поглинанні. Вісник соціально-економічних досліджень, випуск 1 (44), 2012. С. 367-373
36. Дячун О.Д. Прогнозування продажу та його методи в системі управління підприємством: Сучасні соціально-економічні проблеми теорії та практики розвитку економічних систем. С. 129-150.
37. Kernel Holding S.A. Annual Report for the year ended 30 June 2020.
38. Kernel Holding S.A. Annual Report for the year ended 30 June 2019.
39. Kernel Holding S.A. Annual Report for the year ended 30 June 2018.
40. Kernel Holding S.A. Annual Report for the year ended 30 June 2017.
41. 30 Year Treasury Rate. URL: [https://ycharts.com/indicators/30\\_year\\_treasury\\_rate](https://ycharts.com/indicators/30_year_treasury_rate) (accessed: 17.04.2022).
42. Графік Kernel Holding (KER) <https://ru.investing.com/equities/kernel-holding-chart> (дата звернення: 17.04.2022).
43. Івасів І.Б. Специфічні аспекти оцінки вартості банку за доходним підходом. Статистика України, №3. 2008. С. 34-51.
44. Маркус Я.І., Назирова В.П., Ромасенко О.В., Амфітеатров О.Д., Іванова І.Б., Драпиковский О.І., Огаджанян А.Б., Чіркін А.М., Сімонова Л.М., Кухарська О.Б., Гохберг І.І., Барановский С.І., Рубан Е.В. Національні Стандарти Оцінки (проект). Київ. 2015.

45. Проблеми та перспективи розвитку підприємництва в Україні: матеріали ІХ Міжнар.наук.-практ. конф. (Київ, 23–24 трав. 2017 р.) / відп. ред. А.А. Мазаракі. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2017. 294 с.
46. Черноус А.Г. Інформаційні ресурси як елемент національної інформаційної інфраструктури: їх створення та використання: Інформація і право, №3(26), 2018. С. 49-55.
47. Єгорова Г.А. Злиття та поглинання в Україні: проблеми визначення дефініцій та основні мотиви укладання угод: Науковий вісник Ужгородського національного університету, №6, частина 1, 2016. С. 108-111.
48. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку: сайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/> (дата звернення: 17.04.2022).
49. Краснова І.В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку: Економіка та управління національним господарством. Проблеми економіки №1, 2014. С. 129-134.
50. Суторміна В.М. Планування грошових потоків: Підручник. Київ: КНЕУ, 2004. 566 с.
51. Про втрату чинності наказом Фонду державного майна України від 08 травня 2002 року № 791: Наказ Фонду державного майна України від 04.02.2013 р. № 146. Дата оновлення: 04.02.2013. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0249-13#Text> (дата звернення: 17.04.2022).
52. Кульбач Ю.О. Механізм управління вартістю підприємства. Економічна наука: Інвестиції: практика та досвід № 23/2017, 2017. С. 82-86.
53. Mohnen, P.; Hall, B.H. Innovation and productivity An update. Eurasian Bus. Rev. 2013, 3, 47–65 p.
54. Eurostat. 2019: Eurostat. URL: <http://europa.eu/statistics/> - (дата звернення: 17.04.2021)
55. IAS 38: IFRS. URL: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-38-intangible-assets/> (дата звернення: 17.04.2021).

56. Носова Є.А. Система показників оцінки фінансового стану підприємств / Є.А. Носова // Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. – №138. – 2012. – С 53-56.

57. Про затвердження Порядку визначення розміру збитків від розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей: Постанова Кабінету Міністрів України від 22.01.1996 р. №116. Дата оновлення: 16.12.2011. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/116-96-%D0%BF#Text> (дата звернення: 17.04.2022).

58. Про внесення змін до деяких постанов Кабінету Міністрів України з питань оцінки майна: Постанова Кабінету Міністрів України від 07.12.2011 р. №1253. Дата оновлення: 05.01.2019. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1253-2011-%D0%BF#Text> (дата звернення: 17.04.2022).

59. Господарський кодекс України: офіц. Текст. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15> (дата звернення: 17.04.2022).

60. Временная Методика определения размера ущерба (убытков), причиненного нарушениями хозяйственных договоров: Методика Совета министров СССР от 21.12.1990 г. Дата оновлення: 21.12.1990. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/n0001400-90#Text> (дата звернення: 17.04.2022).

61. Про затвердження Порядку визначення розміру збитків від розкрадання, нестачі, знищення (псування) матеріальних цінностей: Постанова Кабінету Міністрів України від 22.01.1996 р. №116. Попередня редакція від 16.12.2009. URL: [https://ips.ligazakon.net/document/view/kp960116?an=1&ed=2009\\_12\\_16](https://ips.ligazakon.net/document/view/kp960116?an=1&ed=2009_12_16) (дата звернення: 17.04.2022).

## Додаток А

Таблиця А.1

**Баланс активів агрохолдинга Кернел на звітну дату, тис. дол.**

Стаття балансу	30/06/ 2017	30/06/ 2018	30/06/ 2019	30/06/ 2020	30/06/ 2021
<b>Активи</b>					
<b>Оборотні активи</b>					
Готівка та еквіваленти	143392	132018	76801	369117	574040
Чиста дебіторська заборгованість	87192	92355	183196	215279	381124
Чисті передплати постачальникам	82701	113342	129822	116113	127726
Поточні передплати за податками	8198	6937	8484	247	12041
Податки до відшкодування	135257	114695	118575	132748	185966
Запаси	386660	368453	357610	303402	332027
Біологічні активи	256247	289436	309030	252184	376644
Інші фінансові активи	21041	72344	70835	141495	294156
Активи утримувані на продаж	-	14689	2079	432	-
<b>Всього оборотних активів</b>	<b>1120688</b>	<b>1204269</b>	<b>1256432</b>	<b>1531017</b>	<b>2283724</b>
<b>Необоротні активи</b>					
Основні засоби	569714	588127	764686	984368	1065205
Активи на праві користування	51025	104466	114942	347296	364699
Чисті нематеріальні активи	104861	103691	107735	68085	62144
Гудвіл	114110	52218	51252	123487	120925
Відстрочені податкові активи	11924	18536	8447	9152	15098
Необоротні фінансові активи	5028	4645	4374	58002	46322
Інші необоротні активи	31733	134562	155732	43296	36462
<b>Всього необоротних активів</b>	<b>888395</b>	<b>1006245</b>	<b>1207168</b>	<b>1633686</b>	<b>1712855</b>
<b>Всього активів</b>	<b>2009083</b>	<b>2210514</b>	<b>2463600</b>	<b>3164703</b>	<b>3996579</b>

*Джерело:* складено автором на основі [30,37,38,39,40].

## Додаток Б

Таблиця Б.1

**Баланс пасивів агрохолдинга Кернел на звітну дату, тис. дол.**

Стаття балансу	30/06/ 2017	30/06/ 2018	30/06/ 2019	30/06/ 2020	30/06/ 2021
<b>Зобов'язання та капітал</b>					
<b>Поточні зобов'язання</b>					
Кредиторська заборгованість	52776	73629	136043	87508	150061
Аванси від клієнтів та інші поточні зобов'язання	88665	104898	104976	68039	187047
Короткострокові позики	131679	224773	183692	44581	13888
Поточна частка довгострокових позик	2782	2811	1233	6871	21715
Поточна частка зобов'язань по аренді	-	-	-	44872	37338
Поточні випущені облігації	-	-	-	-	212495
Відсотки за випущеними облігаціями	17949	17949	17949	21945	15353
Інші фінансові зобов'язання	-	51456	35867	138777	145116
<b>Всього поточних зобов'язань</b>	<b>293851</b>	<b>475516</b>	<b>479760</b>	<b>412593</b>	<b>783013</b>
<b>Довгострокові зобов'язання</b>					
Довгострокові позики	5562	2812	63680	172403	227740
Зобов'язання по аренді	2902	7710	5230	265128	287154
Відстрочені податкові зобов'язання	24865	19570	29010	24449	20806
Випущені облігації	493648	494796	496051	793777	593942
Інші довгострокові зобов'язання	30646	32506	43843	2230	1216
<b>Всього довгострокових зобов'язань</b>	<b>557623</b>	<b>557394</b>	<b>637814</b>	<b>1257987</b>	<b>1130858</b>
<b>Капітал, що належить власникам Кернел Холдинг</b>					
Випущений капітал	2164	2164	2164	2219	2219
Резерв премії	481878	481878	481878	500378	500378
Додатковий капітал	29944	39944	39944	39944	39944
Резерв виплат працівникам з власного капіталу	7014	8114	9111	4624	1850
Резерв переоцінки	43815	43815	62249	62249	57290
Інші резерви	-	-	-	(3523)	(896)
Переказний резерв	(707458)	(724054)	(734396)	(697555)	(703034)
Нерозподілений прибуток	1285671	1318872	1489996	1584331	2048399
<b>Всього капіталу, що належить власникам Кернел Холдинг</b>	<b>1153028</b>	<b>1170733</b>	<b>1350946</b>	<b>1492667</b>	<b>1946150</b>
Неконтрольований інтерес	4581	6871	(4920)	1456	136558
<b>Всього капіталу</b>	<b>1157609</b>	<b>1177604</b>	<b>1346026</b>	<b>1494123</b>	<b>2082708</b>
<b>Всього зобов'язань та капіталу</b>	<b>2009083</b>	<b>2210514</b>	<b>2463600</b>	<b>3164703</b>	<b>3996579</b>
Балансова вартість акцій	1153028	1170733	1350946	1492667	1946150
Кількість акцій	80338776	81941230	81941230	84031230	84031230
Балансова вартість на акцію (дол)	14.35	14.29	16.49	17.76	23.16

Джерело: складено автором на основі [30,37,38,39,40]

## Додаток В

## Таблиця В.1

**Звіт про фінансові результати агрохолдинга Кернел за рік, що завершився на  
дату, тис. дол.**

Стаття балансу	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Виручка</b>	<b>2168931</b>	<b>2403003</b>	<b>3992133</b>	<b>4106780</b>	<b>5647154</b>
Чиста зміна справедливої вартості біологічних активів та сільськогосподарської продукції	(2875)	18699	9140	(20979)	132631
Собівартість	(1722756)	(2261230)	(3653762)	(3628622)	(4876827)
<b>Валовий прибуток</b>	<b>443300</b>	<b>160472</b>	<b>347511</b>	<b>457179</b>	<b>902958</b>
Інший чистий операційний дохід	40684	59092	28228	7017	95329
Операційні витрати	(218945)	(79999)	(106532)	(126920)	(186106)
<b>Операційний прибуток</b>	<b>265039</b>	<b>139565</b>	<b>269207</b>	<b>337276</b>	<b>812181</b>
Чисті фінансові витрати	(62280)	(65099)	(82319)	(147220)	(141759)
Чисті втрати від курсових різниць	(2729)	5375	12860	(1012)	(6306)
Інші чисті доходи/(витрати)	(1452)	(30980)	(8376)	(50524)	10725
Частка доходу / (збитку) спільних підприємств	(1139)	1193	(966)	6305	-
<b>Прибуток до оподаткування</b>	<b>197439</b>	<b>50054</b>	<b>190406</b>	<b>144825</b>	<b>674841</b>
Податкові витрати	(18836)	5900	(11902)	(22075)	(32252)
<b>Прибуток за період від безперервної діяльності</b>	<b>178603</b>	<b>55954</b>	<b>178504</b>	<b>122750</b>	<b>642589</b>
<b>Прибуток за період</b>	<b>178603</b>	<b>55954</b>	<b>178504</b>	<b>122750</b>	<b>642589</b>
<b>Прибуток за період що відноситься до:</b>					
<b>Власний капіталу Кернел Холдинг</b>	<b>176243</b>	<b>52143</b>	<b>189464</b>	<b>117865</b>	<b>512708</b>
Неконтрольований інтерес	2360	3811	(10960)	4885	129881
<b>Надходження на акцію</b>					
Середньозважена кількість акцій	80338776	81941230	81941230	82983367	84031230
Прибуток на звичайну акції (дол)	2.19	0.64	2.31	1.42	6.10

*Джерело: складено автором на основі [30,37,38,39,40].*