

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДОНЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ВАСИЛЯ СТУСА

КАРПОВ ДИМИТРІЙ ОЛЕКСІЙОВИЧ

Допускається до захисту:
в. о. завідувача кафедри фінансів і
банківської справи,
канд. екон. наук, доцент
_____ Л. В. Юрчишена
« ____ » _____ 20__ р.

**ОЦІНКА ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ
ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ**

Спеціальність 072 Фінанси, банківська справа та страхування
ОП «Фінанси, банківська справа та страхування»

Кваліфікаційна (магістерська) робота

Науковий керівник:
Л. В. Юрчишена, доцент кафедри
фінансів і банківської справи,
канд. екон. наук, доцент

(підпис)

Оцінка: _____ / _____ / _____
(бали / за шкалою ЄКТС / за національною шкалою)
Голова ЕК: _____
(підпис)

Вінниця 2023

АНОТАЦІЯ

Карпов Д. О. Оцінка вартості капіталу підприємства в умовах фінансової нестабільності. Спеціальність 072 Фінанси, банківська справа та страхування. Освітня програма «Фінанси, банківська справа та страхування». Донецький національний університет імені Василя Стуса, Вінниця, 2023.

У кваліфікаційній роботі досліджено теоретико-концептуальні підходи до розуміння поняття «вартість капіталу», розглянуто методологічний інструментарій його оцінки. Здійснено оцінку вартості і структури капіталу Групи AGRANA і ТОВ «АгрANA Фрут Україна». Розроблено концепція вдосконалення оцінки вартості капіталу підприємства в умовах фінансової нестабільності, розраховано і обґрунтовано кореляційно-регресійна модель впливу факторів на вартість капіталу ТОВ «АгрANA Фрут Україна», здійснено моделювання оптимальної структури капіталу.

Науковим результатом дослідження є концепція вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності, метою якої є формування оптимальної структури капіталу для забезпечення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності.

Ключові слова: капітал, власний капітал, структура капіталу, вартість капіталу, середньозважена вартість, концепція, оптимальна структура капіталу.

78 с., 23 табл., 23 рис., бібліограф.: 47 джерел.

Karpov D. Evaluation of value capital of the enterprise in conditions of financial instability. Specialty 072 Finance, Banking and Insurance. Educational program «Finance, Banking and Insurance». Vasyl Stus Donetsk National University, Vinnytsia, 2023.

In the qualification work, the theoretical and conceptual approaches to understanding the concept of "capital cost" were investigated, the methodological toolkit for its assessment was considered. An assessment of the value and capital structure of the AGRANA Group and Agrana Fruit Ukraine LLC was carried out.

The concept of improving the assessment of the company's capital value in conditions of financial instability was developed, the correlation-regression model of the influence of factors on the capital value of Agrana Fruit Ukraine LLC was calculated and substantiated, and the optimal capital structure was modeled.

The scientific result of the study is the concept of improving the growth of the enterprise value in the conditions of financial instability, the purpose of which is the formation of the optimal capital structure to ensure the growth of the enterprise value in the conditions of financial instability.

Key words: capital, equity capital, capital structure, cost of capital, weighted average cost, concept, optimal capital structure.

78 p., 23 tabl., 23 fig., bibliography: 47 items.

ПЛАН

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ.....	8
1.1. Сутність та концептуальні підходи до поняття «вартості капіталу підприємства».....	8
1.2. Методологічний інструментарій оцінки вартості капіталу підприємства.....	17
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	25
2.1. Аналіз зміни вартості і структури капіталу Групи AGRANA.....	25
2.2. Аналіз обсягу і вартості капіталу ТОВ «Агрона-Фрут Україна».....	33
2.3 Аналіз структури капіталу ТОВ «Агрона-Фрут Україна».....	44
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ КОНЦЕПТУАЛЬНИХ ПІДХОДІВ ДО ЗРОСТАННЯ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	51
3.1. Концепція вдосконалення оцінки вартості капіталу підприємства в умовах фінансової нестабільності.....	51
3.2. Кореляційно-регресійна модель впливу факторів на вартість капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна».....	57
3.3. Моделювання оптимальної структури капіталу задля забезпечення зростання його вартості.....	63
ВИСНОВКИ.....	71
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	74
ДОДАТКИ.....	79

ВСТУП

Актуальність дослідження. Турбулентне бізнес середовище в Україні, що сформовано під впливом чинників зовнішньої дії, таких як війна, наслідки пандемії, системна фінансова криза, міграція робочої сили за кордон потребують виважених підходів до формування капіталу підприємства. Визначення стійких джерел фінансування бізнесу, їх прийнятної вартості з позиції ризик–вартість, формування прийнятних обсягів і термінів кредиторської заборгованості, доцільність залучення кредитних ресурсів з позиції наявної ефективної ставки та безпекового ризику руйнування виробничої потужності підприємства, все це потребує виважених управлінських рішень для збереження прибутковості бізнесу та підтримання поточної фінансової стійкості.

Проблема формування вартості капіталу підприємства посилюється в умовах фінансової нестабільності. Що обумовлено необхідністю інвестування для відбудови, підтримки та забезпечення стійкості бізнесу, визначення вартості наявного і потенційно можливого капіталу. Вартісна оцінка капіталу є інструментом прийняття рішення щодо залучення позикового капіталу на різних умовах, що сприятиме підвищенню ефективності їх діяльності в умовах фінансової нестабільності. Зазначена проблематика є актуальною у контексті розробки концептуального підходу до забезпечення зростання вартості капіталу підприємства в умовах фінансової нестабільності.

Метою кваліфікаційної роботи є розробка концептуальних та практичних засад оцінки вартості капіталу підприємства із застосуванням альтернативних підходів та моделювання, визначення обмежень щодо формування оптимальної структури капіталу в умовах фінансової нестабільності.

Завдання кваліфікаційної роботи:

- дослідити сутність та концептуальні підходи до поняття «вартості капіталу підприємства»;

- обґрунтувати методологічний інструментарій оцінки вартості капіталу підприємства;
- провести аналіз зміни вартості і структури капіталу Групи AGRANA;
- оцінити вартість і структуру капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»;
- оцінити середньозважену структуру капіталу підприємства;
- розробити концепцію вдосконалення оцінки вартості капіталу підприємства в умовах фінансової нестабільності;
- здійснити кореляційно-регресійний аналіз впливу факторів на вартість капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»;
- здійснити моделювання оптимальної структури капіталу задля забезпечення зростання його вартості.

Об'єктом дослідження є процес оцінки вартості капіталу підприємства.

Предметом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі формування капіталу підприємства в умовах фінансової нестабільності.

Методи дослідження. В процесі підготовки кваліфікаційної роботи були використані наступні методи наукового дослідження: аналіз та синтез, узагальнення, системний метод, коефіцієнтний метод, методи критичного та логічного аналізу, порівняльний аналіз, метод прогнозування, кореляційно-регресійний аналіз, метод візуалізації даних та інші.

Наукова новизна дослідження:

вдосконалено:

концепція вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності, метою якої є формування оптимальної структури капіталу для забезпечення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності;

здобуло подальший розвиток:

визначення рівняння багатфакторної лінійної регресії та обґрунтування сукупного впливу факторів на зміну балансової вартості капіталу;

моделювання оптимальної структури капіталу із врахуванням обмежень нестійкого зовнішнього середовища, прогнозування показника ефективності використання капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна».

Апробація результатів дослідження. Матеріали дослідження, що представлені в кваліфікаційній роботі апробовані на I Всеукраїнській науково-практичній конференції, присвяченій 55-річчю кафедри фінансів і банківської справи «Актуальні проблеми розвитку фінансів в умовах цифровізації економіки України», опубліковано тези та статтю «Концептуальні та практичні аспекти оцінки вартості капіталу підприємства» у фаховому журналі категорії «Б» «Економіка та управління підприємствами».

Положення, що виносяться на захист:

- сутність та концептуальні підходи до поняття «вартості і структури капіталу підприємства»;
- порядок здійснення аналізу капіталу підприємства;
- результати оцінки зміни вартості і структури капіталу Групи AGRANA;
- результати оцінки вартості і структури капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»;
- концепція вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності;
- моделювання впливу незалежних факторів на балансову вартість капіталу за результатами кореляційно-регресійного аналізу;
- моделювання оптимальної структури капіталу із врахуванням обмежень нестійкого зовнішнього середовища, прогнозування показника ефективності використання капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна».

Кваліфікаційна робота містить вступ, 3 розділи, висновки, список використаних джерел, що включає 47 найменувань. Загальний обсяг роботи становить 78 сторінок, що містить 23 таблиці та 23 рисунки.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ

1.1 Сутність та концептуальні підходи до поняття «вартості капіталу підприємства»

Фінансування діяльності підприємства забезпечується за рахунок наявного капіталу, що спрямовується на фінансування поточної діяльності та досягнення стратегічних пріоритетів розвитку. Обсяг і структура капіталу залежить від галузевої належності підприємства, організаційно-правової форми власності, масштабів діяльності та чисельності персоналу.

В практичній діяльності існує така теорія, що власний капітал є безоплатним, а платним є лише кредити, проте науковці дане положення спростовують і доводять, що будь-який капітал має свою вартість. Перш ніж визначити підходи до сутності поняття «вартість капіталу підприємства» доцільно розглянути трактування поняття «капітал» та його види відповідно до НП(С)БО, адже відповідно до нього відбувається відображення основних складових у фінансовій звітності, що слугує основним інформаційним забезпеченням для прийняття рішень менеджментом підприємства.

Трактування капіталу розглядається через призму його економічної сутності (рис. 1.1), економічні школи визначають відмінні підходи до розуміння сутності, наприклад, меркантилісти ототожнювали із торговельним капіталом, фізіократи – землеробським, класична політекономія – зі сферами застосування (виробництво, фінанси, торгівля), економічна теорія Карла Маркса – взаємозв'язок праці і капіталу, неокласицизм – капітал як фактор виробництва, фінансовий капітал. Отже, різнобічні підходи породжують проблематику подальшого дослідження його сутності.

Ізюмська В. [1] визначає характерні риси капіталу, що пов'язані із пошуком різних джерел фінансових ресурсів, забезпечує ефективно їх

використання, а також відображається в сукупності активів підприємства, як складова продуктивних сил.

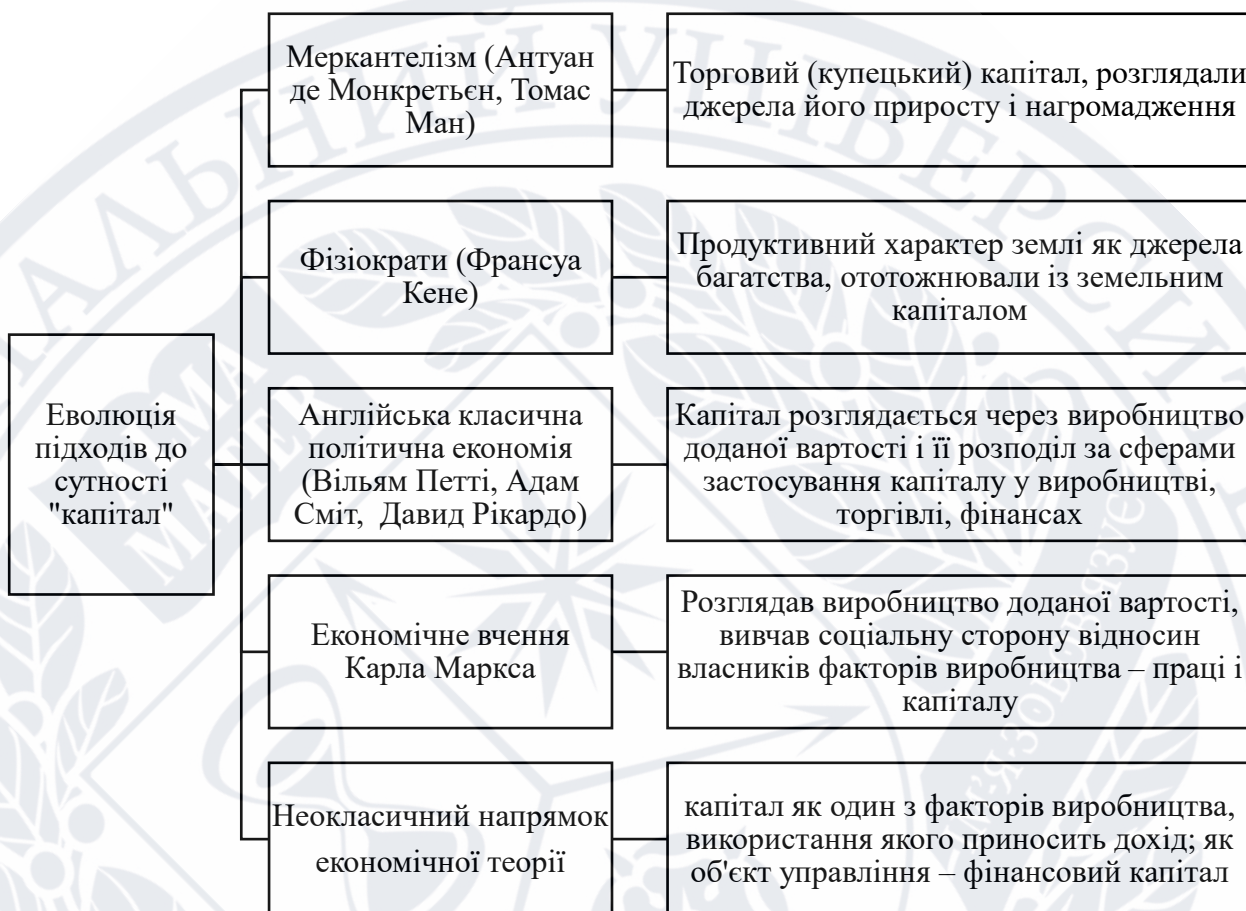


Рисунок 1.1 – Еволюція підходів до сутності «капітал»

Джерело: складено автором за джерелом [1].

Щербань О. Д., Невдачина О. І. [2] трактують капітал як сукупність грошових, нематеріальних і матеріальних активів, що мобілізовані з різних джерел і беруть участь в процесах операційної та інвестиційної діяльності з метою отримання доходу та максимізації ринкової вартості.

Лубкей Н. П. [3] визначає капітал як ресурс (грошовий, трудовий, нематеріальний, матеріальний), який використовується з метою отримання доходу. Лубкей Н. П. узагальнює характерні риси капіталу, такі як: фактор виробництва, об'єкт власності і розпорядження, джерело доходу, добробуту власників, інструмент оцінки ринкової вартості, фактор ліквідності і ризику, показник ефективності.

Капітал дає можливість отримати прибуток за умови ефективного його використання та вкладення, це основний показник зростання ринкової вартості підприємства. Управління капіталом переважно базується на стратегії фінансування, адже є об'єктом розподілу і перерозподілу на всіх рівнях.

Бабайлов В. К., Левченко Я. С. [4] дослідили генезис становлення поняття «капітал», обґрунтували товарну і грошову сутність капіталу, проте даний підхід обмежує інструментарій управління капіталом.

Є два підходи до розподілу капітал: перший – власний і позиковий; другий – позиковий, власний і залучений. В теорії корпоративних фінансів притримуються переважного першого підходу.

Свтушевська О., Чернов К. [5] трактують капітал як додаткову вартість (економічний підхід), як відносини власності, що виникають в процесі заснування суб'єкта господарювання, коли співвласниками є декілька осіб та перед якими виникають зобов'язання (юридичний), як джерело формування активів (обліковий).

Попри численні підходи до трактування сутності капітал, його складових прийняття фінансових рішень ґрунтуються на інформації представлений в НП(С)БО [6], відповідно складові власного, позикового капіталу і зобов'язань представимо на рис. 1.2



Рисунок 1.2 – Структура капіталу підприємства відповідно до НП(С)БО
Джерело: складено автором за джерелом [6].

Відповідно до НП(С)БО власний капітал визначається як різниця між активами і зобов'язаннями підприємства, останні включають поточні та довгострокові кредити, зобов'язання та забезпечення.

Варченко О. М., Артімонова І. В., Холоденко Н. І. [7] досліджують структуру капіталу з позиції управління вартістю та порівнюють компромісну теорію з теорією ієрархії джерел фінансування. Лемішко О. О. [8] досліджує вартість капіталу з позиції концептуальних підходів стійкого розвитку, визначає генезу щодо взаємозалежності капіталу й активів. Домбровська С. О. [9] вивчає з позиції стратегічного управління особливості формування структури капіталу, пропонує стратегічну карту для максимізації вартості підприємства. Макаренко Ю. П., Клименко Д. О. [10]. Брюховецька Н. Ю., Іваненко Л. В. [11] доводять значення людського капіталу на створення доданої вартості на підприємствах, що можливе в тому числі за рахунок раціональних та ефективних рішень менеджменту. Гончаренко А. [12] досліджує поняття капіталу через призму теорій структури капіталу, визначає складові експлейнарного базису в їх розрізі. Любкіна О. [13] досліджує практичні аспекти обґрунтування і оцінки оптимальної структури капіталу, співвідношення боргу і власного капіталу, взаємозалежність із вартістю акцій.

Вартісну парадигму вартості капіталу досліджує Магдалюк О. В. [14] адже капітал викликає інтерес в інвесторів щодо прийняття рішення відносно подальшого інвестування.

Інвестиційна привабливість бізнесу або проєкту оцінюється за допомогою вартісної парадигми оцінки капіталу, що заснована на різних концептуальних підходах. Вартість капіталу – мінімальна норма прибутку, яку отримує підприємство за визначених умов. Практики неоднозначно визначають вплив позикового капіталу, тобто структури капіталу на вартість підприємства. Оптимальна структура фінансування позитивно впливає на вартість та мінімізує вартість залучення. В теорії корпоративних фінансів існує досить багато різноманітних концептуальних підходів до оцінки вартості

підприємства, більшість яких апробована на досконалому ринку капіталу та має як сильно аргументовані позиції, так і критику [15].

Вартість капіталу заснована на декількох концептуальних підходах [16], серед яких виокремлюють:

1. Дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow (DCF) – підхід, що оцінює вартість капіталу на основі суми грошових потоків, які будуть генеруватися в майбутньому та їх дисконтуванні до поточної вартості із врахуванням коефіцієнта дисконтування. В більшості випадків дисконт визначається як середньозважена вартість капіталу WACC, що враховує всі складові власного і позикового капіталу підприємства. Недоліком даного підходу є неточність прогнозування майбутніх грошових потоків.

2. Модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM) базується на припущенні, що ризик інвестування є головним фактором, який визначає вартість капіталу. Оцінює вартість на підставі лінійної залежності між прибутковістю інвестицій та ризиком. CAPM дає можливість оцінити очікуваний прибуток як на ринку, так і безризиковому активі, враховуючи кореляцію або чутливість активу до ринку.

3. Теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory, APT) [17] заснована на визначенні очікуваного прибутку залежно від системних факторів впливу, їх коваріацією зі стохастичним дисконтним фактором. APT передбачає оцінку вартості фінансових інструментів з невизначеними грошовими потоками, а інвестори використовують арбітражні можливості ринку для збільшення доходності портфеля на незмінного рівня ризику.

4. Теорія структури капіталу (теорія Міллера-Модільяні) характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю підприємства, структурою та вартістю капіталу. Сутність теорії передбачає, що акціонеру байдуже за рахунок яких джерел формується дохід підприємства, а його вартість залежить від інвестиційної політики, а не від дивідендної політики [18]. Теорема М&М II в подальшому враховує вплив податкового щита, і визначає, що вартість левереджної компанії є вищою, ніж безлевереджної [19].

5. Теорія раціональних очікувань (Р. Лукас, Д. Мут) передбачає, що люди здатні прогнозувати на основі наявної інформації, що відображає їх очікування. Раціональні очікування формуються на наявній економічній ситуації та минулому досвіді, при цьому виокремлюють адаптивні очікування теперішнього з урахуванням минулих подій та раціональні щодо майбутніх подій із врахуванням сучасного стану економічної системи.

6. Теорія портфеля Гарі Марковіца визначає, що інвестор обирає портфель активів з метою мінімізації ризиків та максимізації доходів, тобто інвестор розглядає потенційний дохід та ризик, що супроводжує його отримання. На практиці інвестори створюють диференційовані портфелі з різними типами активів та рівнями ризику для формування оптимального портфеля активів [20].

Uremadu S. O., Onyekachi O. [21] доводять, що структура капіталу, визначається як співвідношення довгострокового боргу до загальних активів і загального боргу до власного капіталу, та не має впливу на фінансові результати діяльності, як наслідок діяльність підприємства повинна фінансуватися переважно за рахунок нерозподіленого прибутку, позики є додатковим джерелом.

Abdulkareem A., M. Ahmed [22] визначають, що кредитне плече та вартість капіталу є важливими змінними, які інвестори враховують, приймаючи рішення, чи варто інвестувати у бізнес.

Ganiyu Y. O., Adelopo I., Samuel O. L. [23] доводять, що структура капіталу підприємства може впливати як позитивно, так і негативно на її ефективність. Науковці досліджують поведінку стейкхолдерів за умови, що підприємство використовує борг для вирішення конфлікту інтересів між акціонерами та менеджерами, між кредиторами та акціонерами, визначають зміну структури на фінансовий стан.

Ibrahim M, Abdulkarim H, Muktar J, Peter Z. [24] підтверджують ефективність теорії Міллера-Модельяні (M&M), теорії компромісу, теорії агентських витрат тощо (рис. 1.3). Поряд з тим доводять суперечливість

поглядів між фінансовими рішеннями при виборі структури капіталу та оцінці його вартості, так висока вартість капіталу може перешкодити підприємствам інвестувати в нові проекти або розширювати свою діяльність, оскільки очікуваний прибуток може бути недостатнім, щоб виправдати вартість капіталу.

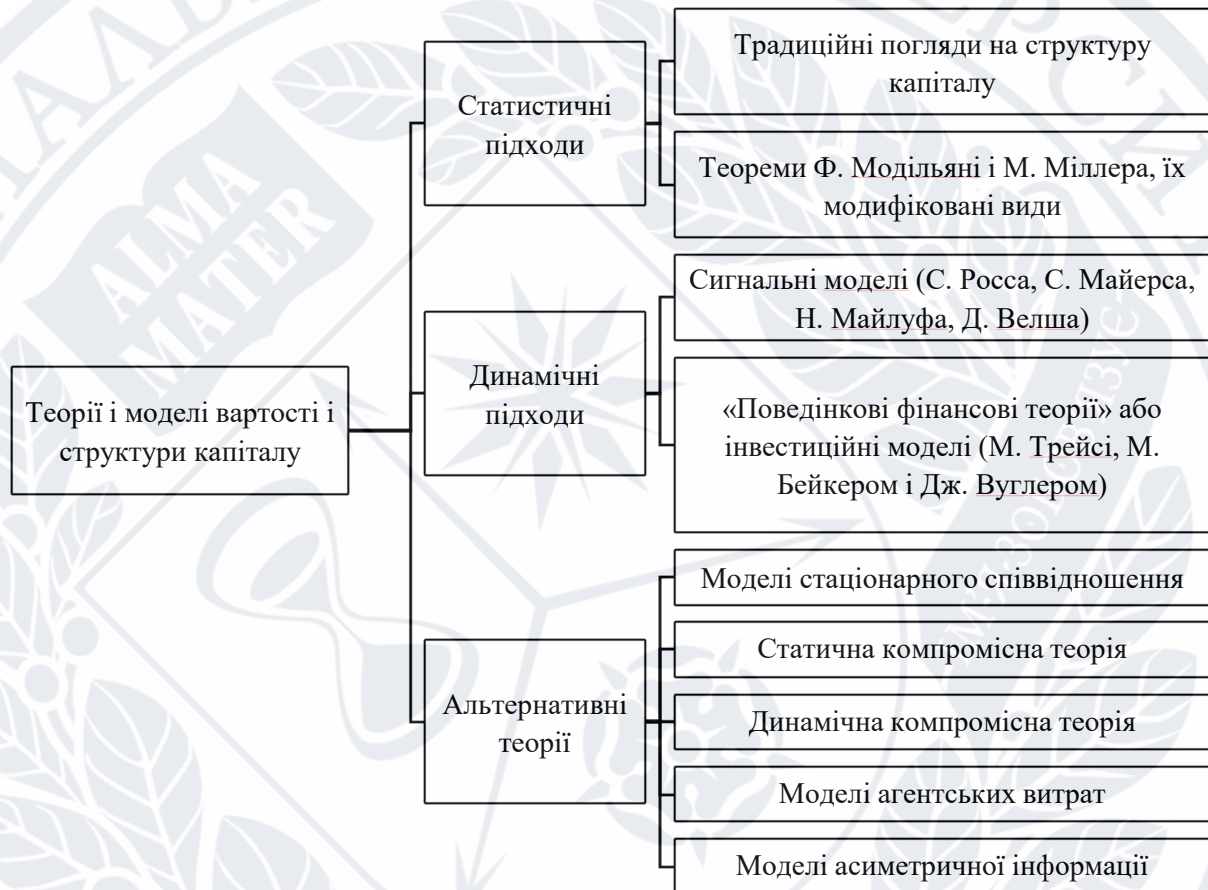


Рисунок 1.3 – Теорії і моделі вартості і структури капіталу

Джерело: складено автором за джерелом [16–24].

Взаємозв'язок між фінансовим важелем, вартістю капіталу і вартістю підприємства досліджують Міллер і Модільяні, вони доводять, що на ринкову вартість компанії не впливає структура капіталу і зміна фінансового важеля, проте вона впливає на вибір фінансування, що впливає на вартість підприємства. Дана теорія була доведена за досконалого ринку. Теорія ММ1 була доведена в 1958 р. і полягала в наступному: ринкова вартість підприємства не залежить від структури її капіталу і визначається нормою капіталізації очікуваного доходу в підприємствах її класу. При цьому капітал

для левереджної компанії, яка використовує позиковий капітал, розподіляється на два типи: звичайні акції, ринкова вартість яких дорівнює S_L , і облігацій, сукупна ринкова вартість яких дорівнює D_L , за цих умов ринкова вартість (капіталізація) (V_L) підприємства становитиме:

$$V_L = S_L + D_L, \quad (1.1)$$

Якщо левериджне підприємство, то вартість капіталу дорівнює WACC, якщо безлевериджне, то $WACC = K_{SU}$, то вартості акціонерного капіталу.

Вартість безлевереджної (V_U (value unlevered)) і левереджної компанії:

$$V_U = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{CFO}{r}. \quad (1.2)$$

$$V_L = S_L + D_L = \frac{CFO_D + CFO_E}{r} \quad (1.3)$$

Теорія компромісу показує, що існує оптимальна структура капіталу, на яку орієнтується підприємство при виборі джерел фінансування, з ростом боргу компанія отримує вигоди від податкового щита, але одночасно збільшується ймовірність банкрутства. Теорія припускає, що борговий капітал створює проблеми щодо податкових пільг, тому потрібно забезпечувати баланс між власним капіталом і боргом, ризиковий бізнес повинен переважно фінансуватися за рахунок акціонерного капіталу.

Теорія стаціонарного співвідношення визначає, що оптимальна структура капіталу – це така структура, при якій приведена вартість податкових щитів в повному обсязі покриває приведену вартість очікуваних витрат банкрутства

Агентські моделі досліджують взаємозв'язок агентських конфліктів і структури капіталу, в їх центрі знаходяться проблеми конфлікту менеджерів і акціонерів, акціонерів і кредиторів, проблеми отримання контролю над підприємством.

Модифікована теорія M&M – теорії компромісу між податками і ризиковими витратами передбачає, що вартість підприємства росте разом з

величиною левериджу за рахунок економії на податку до певного моменту, коли досягається оптимальна структура. Чим більше частка позикових коштів у загальній величині капіталу, тим більший фінансовий ризик і загроза банкрутства. Зазначений компромісний підхід отримав назву теорії стаціонарного співвідношення (С. Маейрс, М. Бредлі і Дж. Джарелл).

$$V_L = V_U + hD_L - PV_{\text{витрати банкрутства}} \quad (1.4)$$

Основна ідея теорії: оптимальною є така структура капіталу, при якій приведена вартість податкових щитів повністю покриває наведену вартість очікуваних витрат банкрутства. Це означає, що при ослабленні обмежень ідеального ринку на вибір структури капіталу корпорації впливають два фактори: наведена величина очікуваних витрат банкрутства і податкові щити.

Отже, оптимальна структура капіталу – це та, за якою приведена вартість податкових щитів повністю покриває приведену вартість очікуваних витрат банкрутства.

Моделі асиметричної інформації засновані на запереченні інформаційної ефективності фінансових ринків, передбачається, що менеджери мають більший доступ до інсайдерської інформації порівняно із власниками, що дає їм можливість приймати рішення на свою користь.

Структура капіталу використовується менеджерами [25] для підвищення ефективності фінансування проектів – обираючи ту чи іншу структуру капіталу, менеджери орієнтуються на відносну недооцінку або переоцінку очікуваних доходів від проекту інверторами, які мають асиметричну інформацію.

Узагальнюючи підходи до трактування вартості капіталу, доцільно під даним поняттям розуміти, що це ціну, яку потрібно заплатити за володіння власним і позиковим капіталом у певному співвідношенні. На вартість капіталу можуть впливати різноманітні чинники, зокрема, інфляція, зміна ринкової вартості підприємства, кон'юнктура ринку, ставка відсотків за

кредитом, податкова та регуляторна політика держави тощо. Зростання вартості компанії обмежують доступ до фінансування та доцільність їх інвестування коштів, вартість капіталу впливає на рівень прибутковості підприємства. Диверсифікація джерел фінансування дає можливість забезпечити оптимальну вартість капіталу, адже кожне з них характеризується вартістю, ризикованістю та періодом залучення.

1.2. Методологічний інструментарій оцінки вартості та структури капіталу підприємства

Інвестори визначають вартість капіталу для оцінки потенційного прибутку інвестицій із врахуванням його структури, вартості та ризиків. Вартість капіталу ототожнюють з прибутком який має отримати компанія для окупності проекту, придбання обладнання, інші інвестиції. Вартість капіталу є оціночним показником з точки зору інвестора, адже формує певні очікування при купівлі корпоративних прав підприємства, дає можливість формувати прогнози щодо зміни сценаріїв розвитку подій, при цьому часто розраховують волатильність (бета) фінансових результатів, оцінюючи потенційну прибутковість акцій [26].

Вартість капіталу – це мінімальна норма прибутку, яку підприємство має отримати перш ніж створювати вартість, для цього необхідно отримати достатній обсяг доходу для покриття вартості капіталу, що використовується для фінансування бізнесу. Вартість капіталу залежить від структури капіталу, її типу фінансування, який може формуватися за рахунок власного або позикового капіталу. Власники підприємства повинні сформувати оптимальне поєднання джерел фінансування бізнесу, що мінімізує його вартість та забезпечить адекватність джерел залучення на прийнятних умовах.

Поширеним підходом до визначення вартості капіталу є розрахунок середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost of Capital) – загальної вартості усіх джерел фінансування, тобто відсоткової

ставки, яку підприємство сплачує за існуючим боргом відносно наявного боргу, та очікувана норма прибутку для акціонерів підприємства [27].

Паралельно із вартістю капіталу оцінюють структуру капіталу, як сукупність коротко і довгострокових боргових зобов'язань, що використовує бізнес поєднуючи із власними джерелами фінансування. Борг може включати не лише кредити банку, а й поточну або довгострокову заборгованість з облігаційних позик, кредиторську заборгованість тощо.

В науковій спільноті є досить неоднозначні погляди на структуру капіталу, його вартість, значення для бізнесу, проте всі вони доповнюють одна одну і доводять беззаперечну необхідність визначення його вартості, так як в процесі формування виникають взаємовідносини між власниками, менеджментом, кредиторами та іншими контрагентами підприємств.

Є декілька методик розрахунку:

1) німецька концепція, що не враховує економію на податку на прибуток внаслідок сплати відсотків за кредит:

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j \cdot d_j \quad (1.1)$$

де k_j - вартість j -го джерела коштів

d_j - питома вага j -го джерела в загальній їх сумі.

2) англосаксонська концепція з урахуванням податкового щита

Середньозважена вартість капіталу із врахуванням податкового щита розраховується як:

$$WACC = \frac{E}{V} \times k_e + \frac{D}{V} \times k_d \times (1 - T), \quad (1.2)$$

де k_d – середня вартість позикового капіталу компанії;

d_d – питома вага позикового капіталу в структурі капіталу підприємства;

T – ставка податку на прибуток;

k_e – середня вартість власного капіталу компанії;

d_e – питома вага власного капіталу

Даний метод дає можливість оцінити в цілому вартість підприємства з урахуванням наявної структури, тому якщо порівнювати ефективність проєкту за даним методом, тоді доцільно порівняти структури фінансування проєкту і підприємства із врахуванням ступеня ризику, при цьому не передбачено зміни вартості залученого капіталу.

Усуваючи вплив зазначених чинників доцільно визначати змінну середньозважену вартість капіталу, що враховує зміну ставки дисконтування у періодах [28]:

$$WACC = \frac{\sum_{t=1}^T k_e}{T} \times d_e + \frac{\sum_{t=1}^T k_d}{T} \times d_d. \quad (1.3)$$

Оцінка вартості та структури капіталу здійснюється на підставі визначеного алгоритму послідовних дій, що дають можливість комплексно оцінити капітал підприємства. В цілому, можна відмітити, що вітчизняні та іноземні компанії обирають різні методики, що частково відображаються в аудиторських висновках. Набір показників залежить від організаційної форми власності підприємства, розгалуженої структури фінансування та наявного інформаційного забезпечення.

Фролов С., Дзюба, Орлов В. [29] дослідили контент аналіз теоретичних положень, що пов'язані із структурою капіталу (рис. 1.4), як зазначають автори, структура дає можливість досягати стратегічних цілей, тому значна частина публікацій сфокусована на оптимізації структури капіталу і популярність цієї тематики зростає.

Одним із напрямків дослідження є виявлення і оцінка залежності структури від вартості капіталу, дивідендної полики та вартості боргу. Проте, тут не має єдиного підходу до рішення, адже ці поняття визначаються різними чинниками, що мають неоднозначний вплив за певних умов. Ще одним ключовим показником є фінансовий леверидж, вплив податкового

навантаження, прийняття фінансових рішень щодо структури капіталу в умовах поведінкових фінансів.

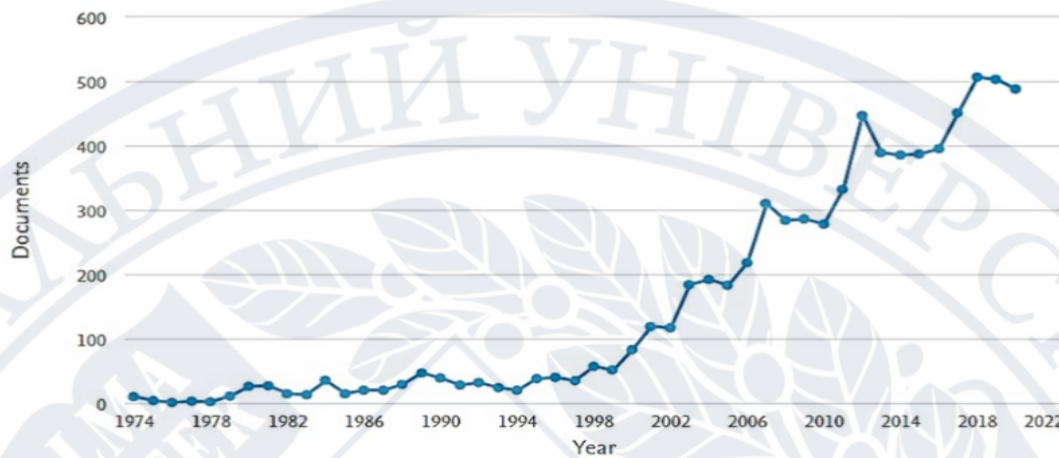


Рисунок 1.4 – Динаміка публікацій за проблематикою структури капіталу

Джерело: складено автором за джерелом [29].

Школьник І. О., Малиш Д. О., Козьменко Є. С. [30] здійснили систематизацію динамічних та сучасних теорій, що трактують вплив структури капіталу на прийняття фінансових рішень. Визначили фактори, що впливають на структуру капіталу і прив'язали їх до окремих теорій, а також розглядають фінансову архітектуру через призму структури капіталу та корпоративного управління.

Мулик Т. О. [31] пропонує методику аналізу капіталу, що включає шість етапів аналізу, а саме: аналіз обсягу та структури, ефективності використання, факторний аналіз, оптимізації структури капіталу за критеріальний підходом, що враховує критерій максимізації рентабельності капіталу, мінімізації середньозваженої вартості та фінансового ризику, окремий етап – пошук резервів зростання запропонованих показників капіталу для забезпечення економічного зростання та фінансової безпеки, практичне впровадження виявлених резервів як складова підвищення ефективності. Дискусійним у даній методиці є показники мінімізації вартості капіталу, адже це не завжди про стійкість джерел фінансування, їх надійність, а також поєднання

показників стійкості та фінансової безпеки, адже таке поєднання можливе у стійкому зовнішньому середовищі.

Гнатенко Є. П. [32] пропонує оцінювати капітал підприємства через показники достатності та ефективності, при цьому виділяє ключові, застосовує модель Дюпона як складову факторного аналізу та показник ефекту фінансового левериджу. Запропонована методика не є новою, а широко розповсюджена для здійснення аналізу капіталу.

Більш повно, з позиції інформаційного забезпечення та Національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» [6; 33] визначає методика оцінки власного капіталу Лахтіонова Л. А. [34], яка включає сім змістовних етапи, для кожного з яких запропоновано методи та результати аналізу, форми фінансової звітності в якості інформаційного забезпечення. Киш Л. М. [35] оцінюючи структуру капіталу визначає стратегічну складову аналізу, що розраховується як співвідношення власних коштів та грошових коштів отриманих за результатами прибуткової діяльності, що є підставою для формування цільової структури капіталу.

Олександренко І. В., Ніколаєва А. М., Пиріг С. О. [36] визначає етапи діагностики фінансового капіталу, що є подібними за своїм наповненням до традиційних методик аналізу капіталу, зазначає про необхідність розрахунку показників фінансової стійкості та ефективності фінансового капіталу. Костенюк А., Овчаренко Д. [37] для оцінки рентабельності власного капіталу використовують лише показник ROE.

Пропонуємо аналіз капіталу підприємства здійснювати за методикою (рис. 1.5), що включає сукупність кроків, що дають можливість комплексно оцінити із використанням абсолютних та відносних показників, факторного аналізу зміну обсягу і структури капіталу, проаналізувати його вартість за показником WACC, методом чистих активів, методом порівняння компанії-аналога та іншими методами; здійснити кореляційно-регресійний аналіз вартості капіталу та моделювання прогнозу оптимальної структури.

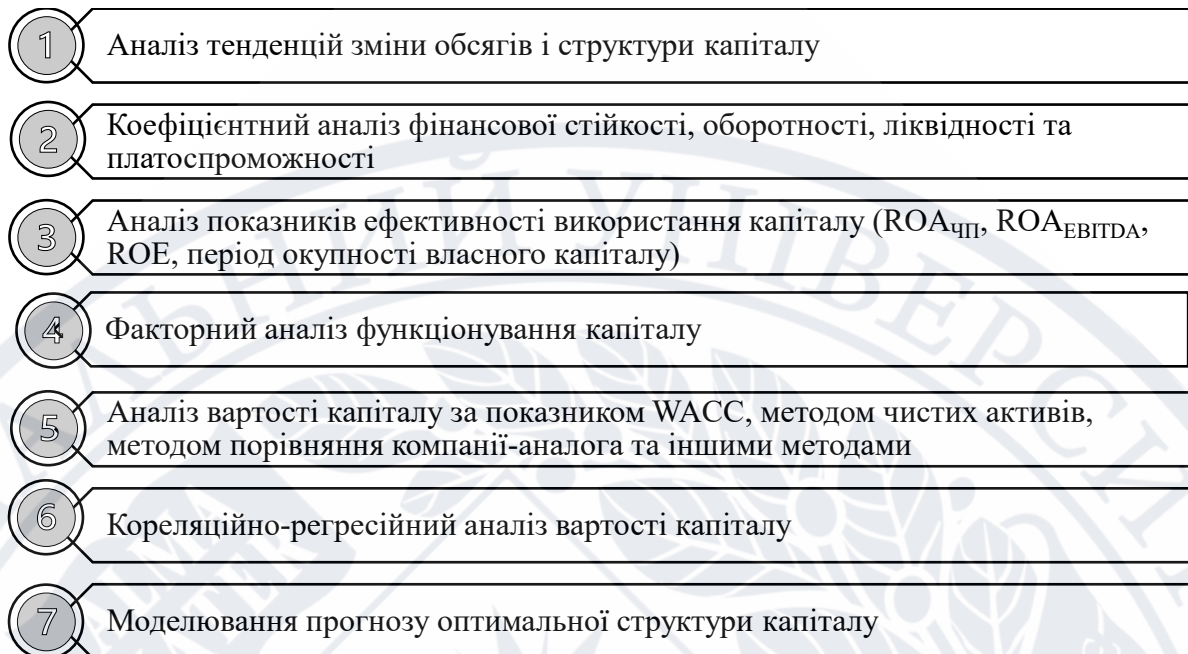


Рисунок 1.5 – Порядок здійснення аналізу капіталу підприємства

Джерело: систематизовано і складено автором.

Методика розрахунку коефіцієнтів зазначені на другому і третьому етапі представлена в табл. 1.1.

Таблиця 1.1 – Методика розрахунку показників при здійсненні коефіцієнтного аналізу [38]

Показник	Формула	Інформаційне забезпечення
1	2	3
Показники фінансової стійкості підприємства		
1. Коефіцієнт автономії	$ВК / К$	Ф. 1, р.1495 / р.1900
2. Коефіцієнт фінансової залежності	$К / ВК$	Ф. 1, р.1900 / р.1495
3. Коефіцієнт маневреності ВК	$ВОК / ВК$	Ф. 1, (р. 1195 – р.1695) / р.1495
4. Коефіцієнт концентрації позикового капіталу	$ПК / К$	Ф. 1, (р.1595 + р.1695) / р.1900
5. Коефіцієнт структури довгострокових вкладень	$ДЗ / НА$	Ф. 1, р.1595 / р.1095
6. Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів	$ДЗ / (ДЗ + ВК)$	Ф. 1, р.1595 / (р.1595 + р.1495)
7. Структура довгострокових і поточних зобов'язань	$ДЗ / ПЗ$	Ф. 1, р.1595 / (р. 1595 + р.1695)
8. Коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів	$ПК / ВК$	Ф. 1, (р. 1595 + р.1695) / р.1495
Показники оборотності, ліквідності та платоспроможності		
1. Оборотноість ВК	$ЧД / ВК$	р. 2000, ф. 2 / $0,5 \times (\text{гр. 3} + \text{гр. 4})$ р. 1495, ф. 1
2. Оборотноість капіталу	$ЧД / К$	р. 2000, ф. 2 / $0,5 \times (\text{гр. 3} + \text{гр. 4})$ р. 1495, ф. 1

Продовження табл. 1.1

1	2	3
3. Коефіцієнт оборотності КЗ	Середня КЗ / С	$0,5 \times (\text{гр. 3} + \text{гр. 4}) \text{ р. 1610} + \dots + \text{р. 1650, ф. 1} / \text{р. 2050, ф. 2}$
4. Період обертання КЗ, днів	365/ Коеф. оборотності КЗ	
5. Коефіцієнт стійкості економічного зростання	ЧП –Д / ВК	р. 2350, ф.2 – р. 530, ф.5 / р. 1495, ф.1
6. Коефіцієнт абсолютної ліквідності	(ГК+ПФІ) / ПЗ	Ф. 1, р.1165 / р.1695
7. Коефіцієнт поточної ліквідності	(ОА – З) / ПЗ	Ф. 1, (р.1195 – р.1100 – р.1110) / р.1695
8. Коефіцієнт загальної ліквідності	ОА / ПЗ	Ф. 1, р.1195 / р.1695
Показники ефективності використання капіталу		
1. $ROA_{\text{ЧП}}$	ЧП / А	Ф. 1, Ф.2, р. 2350, ф. 2 / $0,5 \times (\text{гр. 3} + \text{гр. 4}) \text{ р. 1300, ф. 1}$
2. $ROA_{\text{ЕВІТДА}}$	ЕВІТДА / А	
3. ROE	ЧП / ВК	Ф. 1, Ф.2, р. 2350, ф. 2 / $0,5 \times (\text{гр. 3} + \text{гр. 4}) \text{ р. 1495, ф.1}$
4. Період окупності власного капіталу	ВК / ЧП	Ф. 1, Ф.2, $0,5 \times (\text{гр. 3} + \text{гр. 4}) \text{ р. 1495, ф. 1} / \text{р. 2350, ф. 2}$

*ВК – власний капітал, К – капітал, ВОК – власні оборотні кошти, ПК – позиковий капітал, ДЗ – довгострокові зобов'язання, НА – необоротні активи, ПЗ – поточні зобов'язання, ЧД – чистий дохід, КЗ – кредиторська заборгованість, С – собівартість, ЧП – чистий прибуток, Д – дивіденди, ГК – грошові кошти, ПФІ – поточні фінансові інвестиції, ОА – оборотні активи, З – запаси, А – активи

Джерело: складено автором за джерелами [38].

За допомогою визначеної системи показників можна оцінити рівень фінансової стійкості підприємства, виявити пріоритетні джерела фінансування, зміну структури фінансування в умовах невизначеності. Не менш важливою групою є показники оборотності, ліквідності та платоспроможності, що свідчать про ступінь ділової активності з позиції здатності прискорювати швидкість оборотності капіталу та кредиторської заборгованості, наявності достатнього обсягу готівки для розрахунків. Важливою групою показників є ефективність капіталу, що представлена чотирма показниками: рентабельністю активів за чистим прибутком ($ROA_{\text{ЧП}}$) та показником ЕВІТДА ($ROA_{\text{ЕВІТДА}}$), рентабельністю власного капіталу (ROE) та періодом окупності власного капіталу. Для кожного із показників визначена методика розрахунку із посиланням на фінансову звітність підприємства.

Розрахунок чистого боргу (Net Debt) розраховується за формулою:

$$\text{Чистий борг} = \text{Кредити} - (\text{ГК} + \text{ПФІ} + \text{ДФІ}) \quad (1.3)$$

ГК – грошові кошти та їх еквіваленти; ПФІ – поточні фінансові інвестиції; ДФІ – довгострокові фінансові інвестиції.

Фінансовий леверидж (Financial Leverage (FL)) або Gearing ratio розраховується як:

$$FL = \frac{\text{Чистий борг}}{\text{Власний капітал}} \times 100 \quad (1.4)$$

Коефіцієнт концентрації власного капіталу (Equity ratio) визначає частку власного капіталу, що використовується для фінансування активів підприємства.

$$\text{Equity ratio} = \frac{\text{Власний капітал}}{\text{Всього активів}} \times 100 \quad (1.5)$$

Комплексний аналіз капіталу підприємства дає можливість виявити резерви зростання вартості капіталу, ціну його залучення та здійснити моделювання оптимальної структури капіталу підприємства.

Висновки до розділу 1

За результатами, що представлені в розділі 1 було:

- досліджено теоретичні та концептуальні підходи до трактування сутності понять «капітал», «вартість капітал», «структура капіталу»;
- систематизовано та охарактеризовано теорії та моделі вартості структури капіталу, залежно до статистичного, динамічного підходу та альтернативні теорії;
- визначено методологічний інструментарій оцінки вартості, структури капіталу, систематизовано порядок здійснення аналізу капіталу, що включає такі етапи: аналіз тенденцій зміни обсягів і структури капіталу; коефіцієнтний аналіз фінансової стійкості, оборотності, ліквідності та платоспроможності; аналіз показників ефективності використання капіталу; факторний та аналіз вартості капіталу за показником WACC; кореляційно-регресійний аналіз вартості капіталу; моделювання прогнозу оптимальної структури капіталу.

РОЗДІЛ 2

ОЦІНКА ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

2.1. Аналіз зміни вартості і структури капіталу Групи AGRANA

Стратегічною ціллю Групи AGRANA [39] щодо ринку капіталу є довгострокове партнерство з акціонерами та довгострокова прибутковість інвестицій при розумному рівні ризику та прозорість інформації. Компанія застосовує принцип гнучкості у формуванні капіталу, адже крім самофінансування залучаються зобов'язання двосторонніх позик, синдикованої кредитної лінії, кредити з облігаційними характеристиками (облігаційні позики).

Консолідована фінансова звітність Групи AGRANA складається на 28/29 лютого наступним за звітним періодом [40]. Структура власного капіталу і зобов'язань австрійської Групи AGRANA є досить нетиповою і відмінною від українських компаній. Зміну обсягу капіталу за 2019–2022 рр. представлено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1 – Динаміка обсягу капіталу Групи AGRANA

Показники	Роки / млн євро				Темп приросту, % 28.02.2023 до	
	02.2020	02.2021	02.2022	02.2023	02.2020	02.2022
1	2	3	4	5	6	7
I. Власний капітал						
1.1. Статутний капітал	113,53	113,53	113,53	113,53	0	0
1.2. Емісійний дохід та інші резерви капіталу	550,69	550,69	540,76	540,76	-1,8	0,0
1.3. Нерозподілений прибуток	649,30	619,49	570,27	539,28	-16,9	-5,4
1.4. Власний капітал, що відноситься до акціонерів материнської компанії	1303,59	1273,78	1224,56	1193,58	-8,4	-2,5
1.5. Неконтрольні пакети акцій	63,44	55,31	56,98	62,99	-0,7	10,6
Всього I	1367,02	1329,10	1281,54	1256,57	-8,1	-1,9
II. Довгострокові зобов'язання						
2.1. Резерви на пенсії та виплати при звільненні	73,40	67,79	58,85	53,54	-27,1	-9,0
2.2. Інші забезпечення	29,76	29,40	29,36	28,39	-4,6	-3,3
2.3. Запозичення	450,21	493,64	377,74	562,87	25,0	49,0

Продовження табл. 2.1

1	2	3	4	5	6	7
2.4. Інша кредиторська заборгованість	6,42	1,09	5,36	6,67	3,9	24,4
2.5. Відстрочені податкові зобов'язання	5,50	5,50	6,22	6,84	24,3	10,0
Всього II	565,29	597,42	477,54	658,30	16,5	37,9
III. Поточні зобов'язання						
3.1. Інші забезпечення	2,08	7,48	19,03	19,52	839,2	2,6
3.2. Запозичення	126,81	80,27	276,63	257,75	103,2	-6,8
3.3. Торгова кредиторська заборгованість	311,77	311,52	440,13	586,99	88,3	33,4
3.4. Інша кредиторська заборгованість	131,55	130,80	143,78	199,48	51,6	38,7
3.5. Податкові зобов'язання	6,09	6,15	4,99	24,47	301,5	390,8
Всього III	597,02	546,22	884,55	1088,20	82,3	23,0
Всього власний капітал і зобов'язання	2529,33	2472,73	2643,63	3003,08	18,7	13,6

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40]

Власний капітал в цілому має незначну тенденцію до скорочення на 8,1 % за 2019–2022 рр. та на 2,5 % за останній 2022 р. Основними складовими, що вплинули на скорочення є зменшення нерозподіленого прибутку на 16,9 % з 649,3 до 539,28 млн євро протягом 2019–2022 рр. та на 5,4 % або 30,99 млн євро за 2022 р. Власний капітал акціонерів материнської компанії теж скоротився на 8,4 % з 1303,59 до 1193,58 млн євро, за 2022 р. на майже 31 млн євро. Щодо емісійного доходу та інших резервів, то вони скоротилися на 1,8 %. Незмінним є статутний капітал, що становить 113,5 млн євро розділений на 62 488 976 акцій (рис. 2.1) AGRANA Zucker, Stärke und Frucht Holding AG («AZSFH») є мажоритарним акціонером та має частку в акціонерному капіталі 78,34 % акцій, AGRANA Beteiligungs-AG – 2,74 %, 18,92 % – акціє, що знаходяться у вільному обігу.

В цілому капітал Групи AGRANA має тенденцію щодо зростання на 18,7 млн євро за останні чотири роки, переважно за рахунок поточних зобов'язань, що в цілому зросли на 82,3 %. Довгострокові зобов'язання зросли на 16,5 % в цілому за досліджуваний період, в т. ч. за останній рік на 37,9 %.

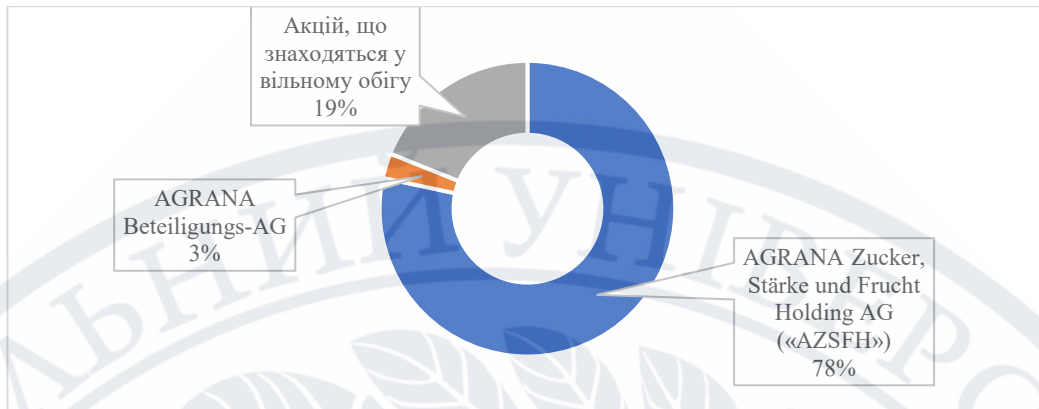


Рисунок 2.1 – Структура акціонерів Групи AGRANA

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40]

Такі зміни відбулися за рахунок приросту запозичень на 25 %, в т. ч. за 2022 р. на 49 % або 185,12 млн євро. В 2022 р. суттєво зросла довгострокова кредиторська заборгованість до рівня 6,67 млн євро або 24,4 % на 1,31 млн євро. Особливістю Групи AGRANA є формування резервів на пенсії та виплати при звільненні, проте протягом 2019–2022 рр. спостерігається їх скорочення на 9,0 % з 73,4 до 53,54 млн євро. Значний приріст поточних зобов'язань спостерігається за рахунок збільшення інших забезпечень у 8,4 рази з 2,08 до 19,52 млн євро за 2019–2022 рр., також у 3 рази зросли податкові зобов'язання з 6,09 до 24,47 млн євро, торгова кредиторська заборгованість на 88,3 % з 311,77 до 586,99 млн євро.

Отже, в цілому можна зробити висновок, що попри загальний приріст капіталу Групи AGRANA спостерігаються нестійкі тенденції, що потребують детального дослідження (див. рис. 2.2).

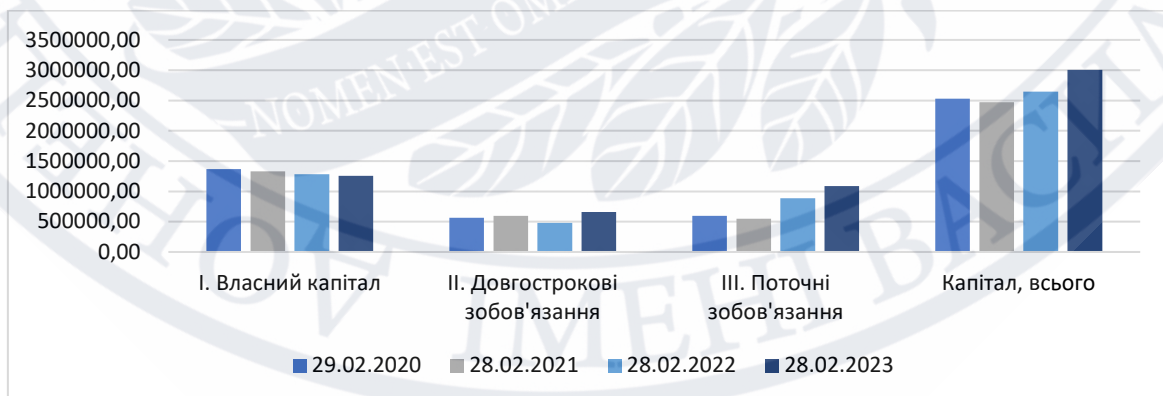


Рисунок 2.2 – Динаміка обсягу капіталу Групи AGRANA

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Виявлення найбільш значущих складових капіталу можливе за рахунок аналізу структури, що представлена в табл. 2.2.

Таблиця 2.2 – Структура капіталу Групи AGRANA, %

Показники	Роки				Зміна (+/-) 28.02.2023 до	
	02.2020	02.2021	02.2022	02.2023	02.2020	02.2022
I. Власний капітал	54,0	53,8	48,5	41,8	-12,2	-6,6
1.1. Статутний капітал	8,3	8,5	8,9	9,0	0,7	0,2
1.2. Емісійний дохід та інші резерви капіталу	40,3	41,4	42,2	43,0	2,8	0,8
1.3. Нерозподілений прибуток	47,5	46,6	44,5	42,9	-4,6	-1,6
1.4. Власний капітал, що відноситься до акціонерів материнської компанії	95,4	95,8	95,6	95,0	-0,4	-0,6
1.5. Неконтрольні пакети акцій	4,6	4,2	4,4	5,0	0,4	0,6
II. Довгострокові зобов'язання	22,3	24,2	18,1	21,9	-0,4	3,9
2.1. Резерви на пенсії та виплати при звільненні	13,0	11,3	12,3	8,1	-4,9	-4,2
2.2. Інші забезпечення	5,3	4,9	6,1	4,3	-1,0	-1,8
2.3. Запозичення	79,6	82,6	79,1	85,5	5,9	6,4
2.4. Інша кредиторська заборгованість	1,1	0,2	1,1	1,0	-0,1	-0,1
2.5. Відстрочені податкові зобов'язання	1,0	0,9	1,3	1,0	0,1	-0,3
III. Поточні зобов'язання	23,6	22,1	33,5	36,2	12,6	2,8
3.1. Інші забезпечення	0,3	1,4	2,2	1,8	1,4	-0,4
3.2. Запозичення	21,2	14,7	31,3	23,7	2,4	-7,6
3.3. Торгова кредиторська заборгованість	52,2	57,0	49,8	53,9	1,7	4,2
3.4. Інша кредиторська заборгованість	22,0	23,9	16,3	18,3	-3,7	2,1
3.5. Податкові зобов'язання	1,0	1,1	0,6	2,2	1,2	1,7
Всього капітал	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Досить неоднозначним є представлення інформації в консолідованій фінансовій звітності австрійської Групи AGRANA, так власний капітал, що відноситься до акціонерів материнської компанії становить на рівні $\pm 95,0$ % і лише до 5,0 % – це неконтрольовані пакети акцій. Частка нерозподіленого прибутку у власному капіталі коливається в середньому на рівні 45,0 %.

Довгострокові зобов'язання формуються на 85,5 % у 2022 р. за рахунок запозичень, частка яких є стабільно високою. Незначне скорочення частки з 13,0 до 8,1 % спостерігається щодо резервів на пенсії та виплати при

звільненні. На рівень поточних зобов'язань впливає наявність торговельної кредиторської заборгованості, частка якої коливається в межах 50,0–57,0 %. Значними є запозичення, рівень яких становить від 14,7 в 2020 р. до 31,3 % в 2021 р., в 2022 р. скорочується до 23,7 %.

Попри незначне скорочення з 54,0 до 41,8 % протягом 2019–2022 рр. частка власного капіталу Групи AGRANA є пріоритетним джерелом фінансування, важливу складову у фінансуванні займають поточні зобов'язання, яким притаманна тенденція до зростання з 23,6 до 36,2 %. Щодо довгострокових зобов'язань, то їх питома вага коливається на рівні 18,1–24,2% з незначними змінами в межах 4,0 % протягом 2019–2022 рр. Зміна структури капіталу представлена на рис. 2.3.

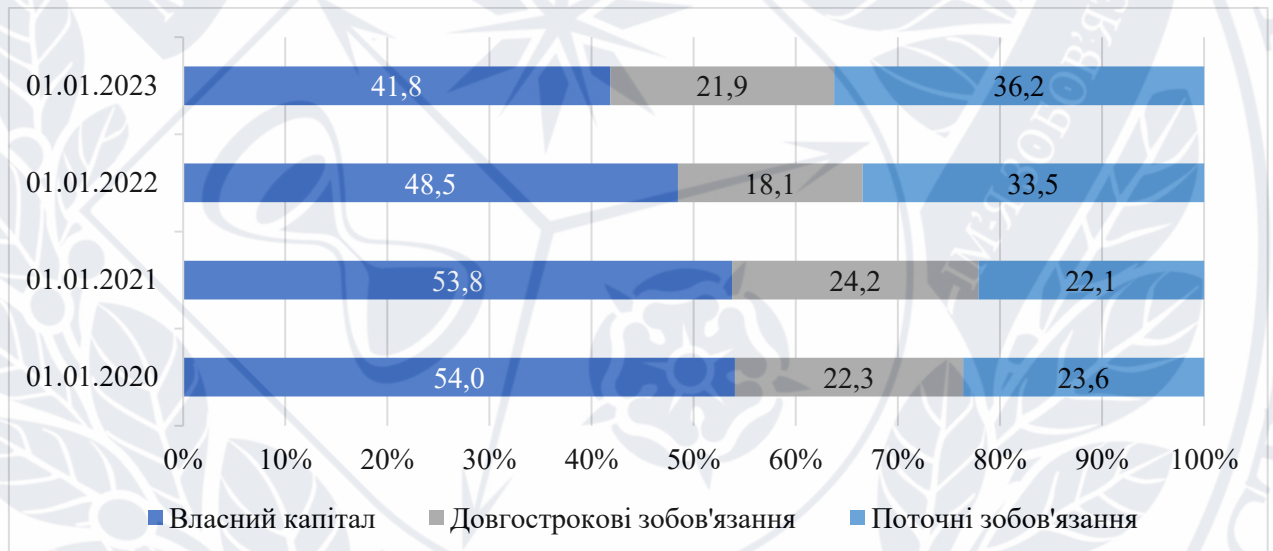


Рисунок 2.3 – Структура капіталу Групи AGRANA

Джерело: складено автором [39; 40].

Отже, незначні зміни в структурі капіталу свідчать про зростання залежності Групи AGRANA від зовнішніх джерел фінансування.

Статутний капітал на звітну дату становив 113,5 млн євро, розділений на 62 488 976 голосуючих простих акцій на пред'явника. Всі акції були повністю оплачені.

Резерви капіталу включають емісійний дохід та інші резерви, додатково сплачений капітал та резерви, що виникли в результаті реорганізації компаній. На дату балансу сума емісійного доходу та інших капітальних резервів

становила 540,8 євро, нерозподілений прибуток складається з резерву на пайові інструменти, резерву на інструменти хеджування, резервів актуарних прибутків та збитків, а також резервів на частку в іншому сукупному доході спільних підприємств, ефекту від перерахунку іноземної валюти, пов'язаного з консолідацією, та коригувань на гіперінфляцію (включаючи прибуток у сумі 5,06 млн євро в Аргентині та 2,12 млн євро в Туреччині), а також накопичений прибуток за період.

Ключовою метою управління капіталом є підтримання достатнього рівня власних ресурсів для забезпечення безперервного існування Групи AGRANA як безперервно діючого підприємства та забезпечення безперервності виплати дивідендів. Управління капіталом Групи AGRANA означає управління власним капіталом та чистим боргом (Net Debt), ключові показники яких наведені в табл. 2.4.

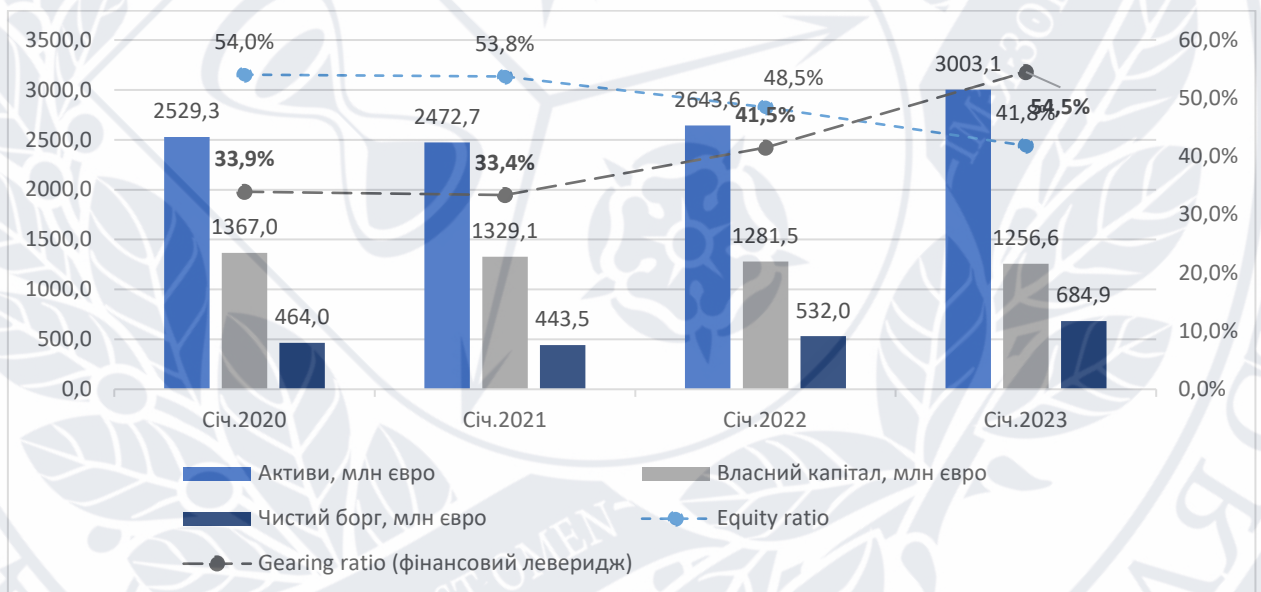


Рисунок 2.4 – Показники управління капіталом Групи AGRANA

Джерело: складено автором [39; 40].

Компанія прагне досягти найкращих можливих прибутків для акціонерів, при цьому важливим показником є фінансовий леверидж, що розраховується як співвідношення чистого боргу та власного капіталу, який протягом 2019–2022 рр. збільшується з 33,9 до 54,5 %, що свідчить про зростання чистого боргу, особливо за останні два роки, 2021–2022 рр. на

54,4 % або 241,4 млн євро, при цьому власний капітал зменшився на майже 10 % за весь період дослідження, що вплинуло на збільшення фінансового левериджу на 20,6 %.

Equity ratio або коефіцієнт концентрації власного капіталу зменшується за останні чотири роки на -12,2 % з 54,0 до 41,8 % за рахунок приросту активів на 18,73 % та зменшення власного капіталу на 8,08 %.

Попри зазначені тенденції, компанія має значну частку власного капіталу, що надає групі AGRANA стратегічну гнучкість, забезпечує фінансову стабільність і незалежність. Окрім здатності до самофінансування, AGRANA також має доступ до достатньої кількості кредитних ліній для загальних потреб у фінансуванні.

Група AGRANA крім власного використовує позиковий капітал і формує зобов'язання, як поточні, так і довгострокові (табл. 2.3).

Таблиця 2.3 – Поточні та довгострокові зобов'язання та запозичення Групи AGRANA

Показники	Роки, млн євро				Темп приросту, % (+/-) 28.02.2023 до	
	02.2020	02.2021	02.2022	02.2023	02.2020	02.2022
1. Банківські кредити та овердрафти	550,20	545,74	626,07	787,05	43,05	25,71
2. Зобов'язання з оренди, в т. ч.	26,82	28,18	28,30	33,57	25,14	18,60
2.1. Довгострокові зобов'язання з оренди	21,87	23,40	22,70	27,67	26,49	21,88
2.2. Поточні зобов'язання з оренди	4,95	4,78	5,60	5,90	19,16	5,32
3. Запозичення всього	577,03	573,91	654,37	820,62	42,21	25,41
3.1. З них зі строком погашення понад 1 рік	450,21	493,64	377,74	562,87	25,02	49,01

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Банківські кредити та овердрафти зросли за 2019–2022 рр. на 43,05 % з 559,20 до 787,05 млн євро, в т. ч. за останній рік на 25,71 %. Середньозважена відсоткова ставка, сплачена за користування кредитними лініями, становила у 2022 р. – 2,78% (у 2021 р. – 0,91%), середній строк, що залишився до погашення – 2,4 роки (у 2021 р. – 2,2 роки). Загальна сума кредитних ліній

становила 1 152,4 млн євро із середнім строком, що залишився до погашення 2,3 роки.

Кредитне фінансування Групи AGRANA складалося переважно з двох синдікованих кредитних ліній на загальну суму 0,4 млн євро та облігаційних позик у розмірі 0,41 млн євро. Решта кредитного фінансування складалася з двосторонніх кредитних ліній. Частка банківських кредитів та овердрафтів з фіксованою процентною ставкою, а також коштів афілійованих компаній становила 0,34 млн євро. На 02.2023 р. банківські кредити та овердрафти складають 11,5 млн євро, у попередньому році – 9,08 млн євро та були забезпечені іншими заставами.

Зобов'язання з оренди формуються з поточних та довгострокових, якщо порівнювати структуру, то у співвідношенні 1/5. Довгострокові зобов'язання з оренди зросли на 26,49 % за весь період дослідження, а саме з 21,87 до 27,67 млн євро, переважно за рахунок збільшення в 2022 р. на 21,88 %. Щодо поточних зобов'язань з оренди, то вони коливаються в межах 4,95–5,9 млн євро, мають позитивний приріст на 19,16 %. Отже, в цілому запозичення Групи AGRANA зросли на 25,02 %, в т. ч. за останній рік на 25,41 % і становлять 820,62 млн євро.

Структура зобов'язань та запозичень представлена на рис. 2.5.

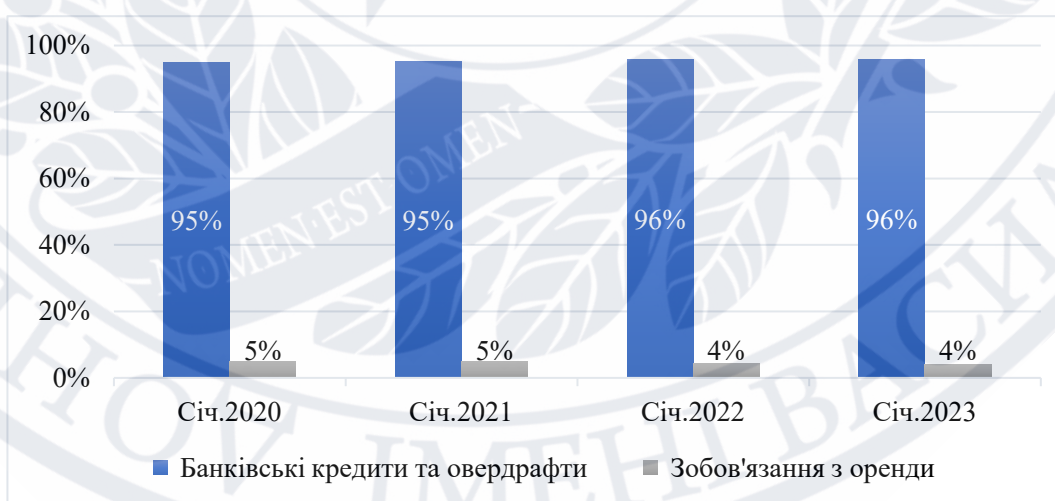


Рисунок 2.5 – Структура зобов'язань та запозичень Групи AGRANA

Джерело: складено автором [39; 40].

Отже, Групи AGRANA в свою діяльність активно залучає банківські кредити та овердрафти, що становлять близько 96 %.

Банківські кредити та овердрафти забезпечені заставами. Обтяження стосувалися застави у формі експортної дебіторської заборгованості за експортним кредитом в Австрії та у формі операційних активів (наприклад, обладнання) за кредитами в Алжирі.

2.2. Аналіз обсягу і вартості капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

AGRANA має три фруктові господарства в Україні: завод AGRANA Fruit у місті Вінниця, який займається виробництвом фруктових наповнювачів; завод з виробництва концентрованих фруктових соків Austria Juice GmbH; промислову зону з вирощування фруктів та ягід. Ключовим напрямком діяльності ТОВ «Агрона Фрут Україна» є операційна, що пов'язана із повним циклом виробництва «вирощування–переробка–готовий продукт», що потребує безперервного фінансування в умовах невизначеності.

Ступінь забезпеченості фінансовими ресурсами підприємства характеризується наявністю та балансовою вартістю капіталу (табл. 2.4).

Таблиця 2.1 – Аналіз обсягу капітал ТОВ «Агрона Фрут Україна», тис грн

Показники	Роки				Темп приросту, % 2022 р. до	
	2019	2020	2021	2022	2019	2021
1	2	3	4	5	6	7
I. Власний капітал	616555	637146	765479	835550	35,5	9,2
1.1. Зареєстрований капітал	134644	134644	134644	134644	-	-
1.2. Нерозподілений прибуток	481911	502502	630835	700906	45,4	11,1
1.3. Неоплачений капітал	-	-	-	-	-	-
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення	4462	5166	5445	5388	20,8	-1,0
2.1. Довгострокові забезпечення	4462	5166	5445	5388	20,8	-1,0
III. Поточні зобов'язання і забезпечення	235876	285139	316738	181862	-22,9	-42,6
3.1. Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	102673	84153	137855	49961	-51,3	-63,8

Продовження табл. 2.4

1	2	3	4	5	6	7
3.2. Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками:						
з бюджетом	3842	9277	8781	7451	93,9	-15,1
у т. ч. з податку на прибуток	2392	7000	7161	5896	146,5	-17,7
за розрахунками зі страхування	924	1424	1736	1590	72,1	-8,4
за розрахунками з оплати праці	4571	4671	5437	5191	13,6	-4,5
3.3. Поточна кредиторська заборгованість за одержаними авансами	872	17	137	56223	6347,6	40938,7
3.4. Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками з учасниками	60121	88200	-	-	- 100,0	-
3.5. Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками із внутрішніх розрахунків	39765	69479	139152	38950	-2,0	-72,0
3.6. Поточні забезпечення	23020	27338	22860	21296	-7,5	-6,8
3.7. Інші поточні зобов'язання	88	580	780	1200	-	53,8
4. Довгострокові та поточні зобов'язання	240338	290305	322183	187250	-22,1	- 41,9
5. Капітал, всього	856893	927451	1087662	1022800	19,4	-6,0

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Капітал ТОВ «Агрона Фрут Україна» за 2019–2022 рр. зріс на 19,4 % за рахунок зростання нерозподіленого прибутку на 45,4 % або 219,0 млн грн з 481,9 млн грн в 2019 р. до 700,9 млн грн в 2022 р., що вплинуло на зростання в цілому власного капіталу на 35,5 %, в т. ч. за останній 2022 р. на 9,2 %.

Підприємство в свої діяльності не використовує кредити, лише формує поточні та довгострокові забезпечення, обсяг останніх є незначним і становить в 2022 р. 5388 тис грн, що відносно 2021 р. зменшилися на 1,0 %.

Щодо поточних зобов'язань та забезпечень, то в період війни підприємство суттєво скоротило їх, так, за 2022 р. кредиторська заборгованість за товари, роботи скоротилася на 63,8 % з 137,9 до 50,0 млн грн, в цілому за період дослідження на 51,3 %. Кредиторська заборгованість за одержаними авансами зросла в 2022 р. більше ніж в 40 тис раз, з 0,137 до 56,2 млн грн. Оцінюючи наявну кредиторську заборгованість ТОВ «Агрона Фрут Україна», можна стверджувати, що підприємство намагається підтримувати платоспроможність в період війни і не накопичувати поточні боргові

зобов'язання перед контрагентами, що вплинуло на загальне скорочення поточних зобов'язань та забезпечень за 2022 р. на 42,6 %, в цілому за 2019–2022 рр. на 22,9 %. Динаміку зміни основних складових капіталу підприємства представлено на рис. 2.6.

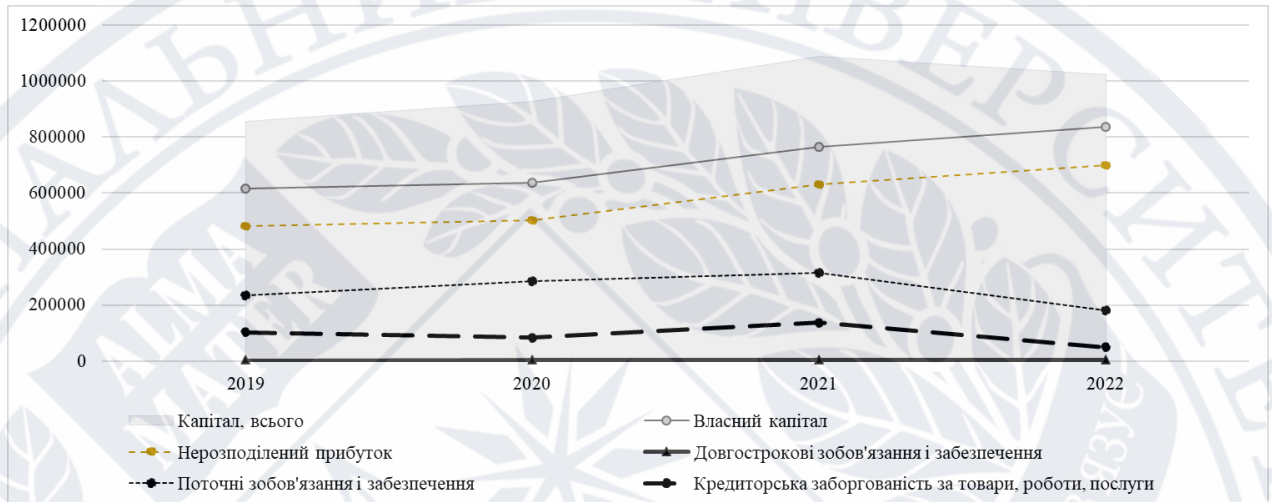


Рисунок 2.6 – Динаміка основних складових формування капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» за 2019–2022 рр.

Джерело: складено автором [39; 40].

Компанія має достатні фінансові ресурси для забезпечення своєї операційної діяльності протягом періоду військового вторгнення та в найближчому майбутньому. Основними джерелами фінансування, як очікується [41], будуть грошові кошти та дебіторська заборгованість, яка буде погашена згідно з контрактними строками.

ТОВ «Агрона Фрут Україна» не має офіційної політики управління капіталом, проте при розподілі чистого прибутку спрямовується на приріст власного капіталу за рахунок нерозподіленого прибутку, що дає можливість досягати операційних та стратегічних бізнес-потреб розвитку. Відповідно до довгострокового інвестиційного плану товариство фінансується за рахунок операційних грошових потоків.

На рис. 2.7 представлено динаміку і структуру власного капіталу, слід зауважити, що учасники ТОВ мають право голосу, розподілу прибутку та

повернення капіталу відповідно до їх внесків, а також можуть вилучати свою частку з активів.

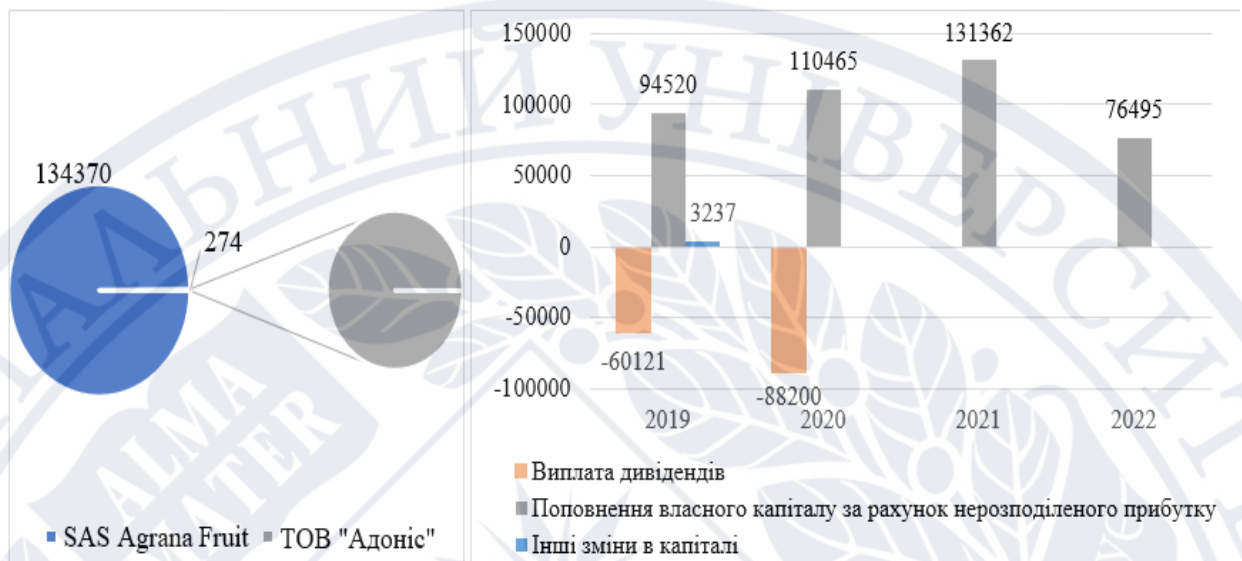


Рисунок 2.7 – Зміна власного капіталу ТОВ «Аграна Фрут Україна»
Джерело: складено автором [39; 40].

Статутний капітал формується за рахунок SAS Agrana Fruit на 99,8 % або 134,37 млн грн та ТОВ «Адоніс» на 0,2 % або 0,274 млн грн, при цьому протягом 2019–2022 рр. зміни обсягу і структури власників ТОВ «Аграна Фрут Україна» не відбувалося. Товариство не має стабільної політики виплати дивідендів, тому дивіденди виплачувалися у 2019 р. в обсязі 60,121 млн грн та 2020 р. – 88,2 млн грн. Інші надходження в сумі 3,237 млн грн до власного капіталу були у 2019 р. Позитивним є стабільне поповнення власного капіталу за рахунок нерозподіленого прибутку, що протягом 2019–2021 рр. зростало з 94,254 до 131,362 млн грн, в період війни надходження скоротилися до 76,495 млн грн у 2022 р., що обумовлено як скороченням чистого доходу, зростанням витрат та зменшення чистого прибутку.

Оцінюючи структуру капіталу потрібно розуміти за рахунок чого формуються поточні забезпечення (див. табл. 2.5) та кредиторська заборгованість, які як вже було з'ясовано вище суттєво скоротилися. Поточні забезпечення формуються за рахунок бонусів клієнтам, обсяги яких у 2021–2022 рр. суттєво скорочуються на 14,9 % з 8,2 до 6,98 млн грн.

Щодо невикористаних відпусток, то забезпечення є відносно стійкими з коливанням до 0,3% за 2022 р. та зростанням на 10,4% за весь період дослідження, що обумовлено зростанням середньої заробітної плати.

Таблиця 2.5 – Поточні забезпечення ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Поточні забезпечення	Роки				Темп приросту, % 2022 р. до	
	2019	2020	2021	2022	2019 р.	2021 р.
1. Бонуси клієнтам	9700	12621	8203	6982	-28,0	-14,9
2. Невикористані відпустки	6870	7603	7608	7586	10,4	-0,3
3. Щорічна премія працівникам	4521	4747	4925	5019	11,0	1,9
4. Аудит	1819	1832	1838	1709	-6,0	-7,0
5. Інші	110	535	286		-100	-100
Усього	23020	27338	22860	21296	-7,5	-6,8

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Так, як ТОВ «Агрона Фрут Україна» входить до австрійської промислової компанії, то для прозорості представлення звітності здійснює аудиторські висновки, витрати на який в середньому становлять 1,8–1,7 млн грн. Інші поточні забезпечення з терміном погашення до одного року є незначними та характерні для 2019–2021 рр. В цілому такі зміни обумовлюють загальне скорочення поточних забезпечень на 6,8% за 2022 р. за рахунок всіх складових, окрім щорічних премій працівникам, що попри зовнішні ризики та скорочення доходів підприємства мають незначну на 11,0% тенденцію до зростання і становлять більше ніж 5,0 млн грн в 2022 р. Щодо винагород основному управлінському персоналу (дві особи), то за результатами роботи ТОВ «Агрона Фрут Україна» він отримав винагороду в розмірі: 2022 р. – 5,429 млн грн, 2021 р. – 5,101 млн грн, 2020 р. – 4,613 млн грн, 2019 р. – 4,4 млн грн.

ТОВ «Агрона Фрут Україна» здійснює діяльність як на внутрішньому, так і міжнародному ринках, що зумовлює виникнення кредиторської заборгованості за товари, роботи, послуги перед вітчизняними та іноземними постачальниками (табл. 2.6).

Кредиторська заборгованість перед вітчизняними постачальниками має тенденцію до скорочення за 2019–2022 рр. на 72 %, в тому числі за 2022 р. на 64,0 % з 58,1 млн грн до 20,9 млн грн. Щодо кредиторської заборгованості перед іноземними постачальниками, то за 2022 р. вона скоротилася на 75,9 % з 72,7 млн грн до 17,5 млн грн.

Таблиця 2.6 – Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги ТОВ «Агрона Фрут Україна» у 2019–2022 рр.

Показники	Роки				Темп приросту, % 2022 р. до	
	2019	2020	2021	2022	2019 р.	2021 р.
1. Кредиторська заборгованість перед вітчизняними постачальниками	74579	64457	58134	20914	-72,0	-64,0
2. Кредиторська заборгованість перед іноземними постачальниками	18478	18327	72709	17510	-5,2	-75,9
3. Роялті	9616	3369	7012	11537	20,0	64,5
Усього	102673	84153	137855	49961	-51,3	-63,8

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Це фактичні суми грошових коштів, що потрібно погасити у звітному періоді, проте може виникнути ризик зміни строків погашення заборгованостей з боку постачальників, що може вплинути на порушення рівня ліквідності підприємства. Поточні зобов'язання із виплати роялті суттєво коливаються і за останній, 2022 р. зросли на 64,5 % з 7,0 до 11,5 %.

Отже, основним джерелом формування приросту власного капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» є нерозподілений прибуток, а зобов'язань кредиторська заборгованість, тобто політика фінансування спрямована на самофінансування.

Оцінка вартості капіталу на підставі показників фінансової стійкості дає можливість оцінити ступінь залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування, ризиковість вкладень та ефективність використання капіталу підприємства. Результати розрахунку зазначених показників представлено в табл. 2.7.

ТОВ «Агрона Фрут Україна» є фінансової стійким підприємством, про що свідчить значна концентрації власного капіталу, яка протягом 2020–2022 рр. зросла на 13 % з 69 до 82 %, в тому числі за 2022 р. на 11 %. Проте таке зміни відбулися за рахунок незначного приросту власного капіталу та скорочення поточних зобов'язань підприємства.

Таблиця 2.7 – Зміна показників фінансової стійкості та ефективності використання ТОВ «Агрона Фрут Україна» за 2019–2022 рр.

Показники	Роки				Зміна, (+,-) у 2022 р. до	
	2019	2020	2021	2022	2019 р.	2021 р.
1. Коефіцієнт концентрації власного капіталу	0,72	0,69	0,70	0,82	0,10	0,11
2. Коефіцієнт фінансової залежності	1,39	1,46	1,42	1,22	-0,17	-0,20
3. Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,62	0,62	0,62	0,62	0	0
4. Коефіцієнт концентрації позикового капіталу	0,28	0,31	0,30	0,18	-0,10	-0,11
5. Коефіцієнт структури довгострокових вкладень	0,02	0,02	0,02	0,02	0	0
6. Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів	0,01	0,01	0,01	0,01	0	0
7. Коефіцієнт структури довгострокових і поточних зобов'язань	0,02	0,02	0,02	0,03	0,01	0,01
8. Коефіцієнт співвідношення зобов'язань та власного капіталу	0,39	0,46	0,42	0,22	-0,17	-0,20
9. ROA _{чп}	11,03	11,91	12,08	7,48	-3,55	-4,60
10. ROA _{ЕВІТДА}	15,51	17,26	17,12	11,89	-3,62	-5,22
11. ROE	15,33	17,34	17,15	10,91	-4,42	-6,24
12. Період окупності власного капіталу	6,5	5,8	5,8	10,9	4,40	5,10

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Рівень фінансової залежності відносно зовнішніх джерел фінансування скоротився на 20 %, що дає можливість зменшити рівень зовнішніх ризиків в умовах війни в Україні.

Коефіцієнт довгострокових вкладень в необоротні активи є незначним на рівні 2 %, що свідчить про те, що матеріально-технічна база підприємства

сформована переважно за рахунок власного капіталу. Коефіцієнт структури довгострокових і поточних зобов'язань знаходиться на рівні 0,02–0,03, а отже про наявність поточних зобов'язань та забезпечень. Щодо співвідношення зобов'язань та власного капіталу, то протягом 2019–2021 рр. значення знаходиться на рівні 0,39–0,42 із незначними коливаннями, проте в 2022 р. підприємство вжило ряд заходів щодо скорочення зобов'язань, що обумовило зниження показника до 0,22.

ROA (рентабельність активів) є одним із важливих показників, що дає можливість оцінити ефективність використання активів незалежно від джерел фінансування, податкового навантаження, а отже оцінює потенціал підприємства генерувати доходи. Оцінка ROA для ТОВ «Агрона Фрут Україна» розраховано за чистим прибутком та показником EBITDA, тенденції зміни яких представлено на рис. 2.8.

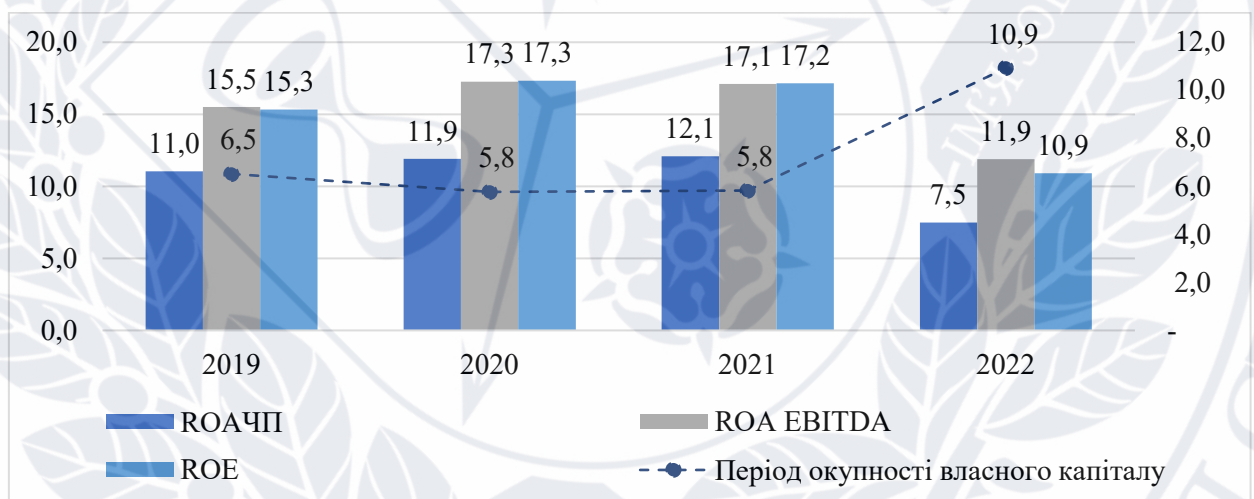


Рисунок 2.8 – Зміна показників ефективності та періоду окупності капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Джерело: складено автором [39; 40].

Значення ROA за чистим прибутком протягом 2019–2021 рр. коливається в межах 11,0–12,1 %, в 2022 р. скорочується до 7,5 %. ROA за EBITDA є вищим на 4,5–5,0 % досягає максимального значення у 2020 р. – 17,26 %, в 2022 р. скорочується до 11,9 %, Це означає, що кожна гривня вкладена у підприємство буде генерувати 12 коп. Отже, зменшення ділової активності підприємства в 2022 р., що обумовлено дією зовнішніх чинників,

таких як зменшення попиту, купівельної спроможності клієнтів, доступність до ринків збуту, зростання вартості транспортних послуг, проблеми з логістикою призвели до зменшення чистих доходів, зростання витрат і як наслідок зменшення фінансового результату. Відмінність між показником ROE є незначною, так як ТОВ «Агрона Фрут Україна» фінансується більше ніж 70 % за рахунок власного капіталу. ROE розраховане за чистим прибутком коливається у 2019–2021 рр. в межах 15,33–17,15 %, в 2022 р. – 10,9 %. Найбільш стійкими періодами відносно ефективності використання капіталу є 2020–2021 рр.

Важливим показником для оцінки ринкової вартості бізнесу є період окупності власного капіталу, що в 2019 р. становив 6,5 роки, в 2020–2021 рр. скоротився до 5,8 роки, проте в 2022 р. зріс майже до 11 років, що попри інші показники негативно впливає на ринкову вартість бізнесу.

Отже, оцінюючи ТОВ «Агрона Фрут Україна» за показниками ефективності та окупності капіталу доцільно зазначити про наявність негативної тенденції показників у 2022 р.

Оцінюючи ефективність використання капіталу доцільно враховувати, що майже 30 % фінансується за рахунок поточних зобов'язань, позитивним є те, що в період військового стану поточні зобов'язання суттєво скоротилися, як наслідок зменшили вплив зовнішніх ризиків. Розрахунок показників оборотності та ліквідності поточних зобов'язань представлено в табл. 2.8.

Позитивною тенденцією є зростання коефіцієнта оборотності кредиторської заборгованості за 2021–2022 рр. на 11,3 % до 19,4 обертів на рік або 19 днів. Найнижчий показник оборотності кредиторської заборгованості притаманний 2019 р. 7,2 оберти або 50 днів. Щодо коефіцієнтів поточної та загальної ліквідності, то протягом 2019–2021 рр. їх значення визначено в середньому на рівні 1,3–1,4 та 2,4–2,7 відповідно, в 2022 р. завдяки зваженій політиці щодо погашення кредиторської заборгованості значення показників зросло до 2,4 і 4,3 відповідно.

Таблиця 2.8 – Показники оборотності та ліквідності ТОВ «Агрона Фрут Україна» за 2019–2022 рр.

Показник	Роки				Зміна, (+,-) у 2022 р. до	
	2019	2020	2021	2022	2019 р.	2021 р.
1. Коефіцієнт обертання кредиторської заборгованості	7,2	9,3	8,2	19,4	12,2	11,3
2. Період обертання кредиторської заборгованості, днів	50	39	44	19	-31,2	-25,6
3. Коефіцієнт поточної ліквідності	1,5	1,3	1,4	2,4	1,0	1,0
4. Коефіцієнт загальної ліквідності	2,6	2,4	2,7	4,3	1,7	1,6

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Оцінка вартості підприємства за витратним методом здійснюється на підставі розрахунку чистих активів:

$$ЧА = А - З \quad (2.1)$$

де А – загальні активи підприємства; З – довгострокові та поточні зобов'язання та забезпечення.



Рисунок 2.9 – Вартість ТОВ «Агрона Фрут Україна» методом чистих активів

Джерело: складено автором [39; 40].

Вартість ТОВ «Агрона Фрут Україна», що визначена методом чистих активів характеризується позитивною динамікою протягом 2019–2022 рр. з 616,6 млн грн до 835,6 млн грн. Суттєвий приріст відбувся в 2021 р. на 20,1 %,

2022 р. на 9,2 %. Проте, якщо вартість скорегувати на темп інфляції, то в 2022 р. спостерігається суттєве скорочення на 26,6 %, що є важливим індикатором при визначенні реальної вартості.

Оцінку вартості ТОВ «Агрона-Фрут Україна» розрахуємо методом порівняльного підходу, в якості компанії-аналога візьмемо ТОВ «Фруктона-ВН», що здійснює діяльність на території м. Вінниця і займається виробництвом фруктових і овочевих соків, оптовою торгівлею фруктами й овочами, їх вирощуванням тощо. Для розрахунку ринкової вартості розраховано поправочні коефіцієнти за подібними показниками та визначено середній поправочний показник, який за останні рік зменшився більш ніж в три рази з 24,82 до 7,25 (див. табл. 2.9).

Таблиця 2.9 – Ринкова вартість ТОВ «Агрона Фрут Україна» методом порівняння компанії-аналога

Показники	ТОВ «Агрона-Фрут Україна»		ТОВ «ФРУКТОНА-ВН»		Поправочний коефіцієнт	
	2022 р.	2021 р.	2022 р.	2021 р.	2022 р.	2021 р.
Чистий дохід	1219996	1394881	50136,6	39761,7	24,33	35,08
Чистий прибуток (збиток)	76495	131362	-18935,5	2473,5	-4,04	53,11
Активи	1022800	1087662	144047,7	136463,3	7,10	7,97
Зобов'язання	187250	322183	116902,7	103217,3	1,60	3,12
Середнє значення поправочного коефіцієнта становить					7,25	24,82
Ринкова вартість ТОВ «Агрона-Фрут Україна»					976030	2115668

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Отже, відповідно до проведених розрахунків ринкова вартість ТОВ «Агрона-Фрут Україна» зменшилася з 2115,7 млн грн в 2021 р. до 976,03 млн грн в 2022 р. на 53,9 % за рахунок зниження ключового індикатора – чистого доходу.

2.3 Аналіз структури капіталу ТОВ «Агрона-Фрут Україна»

Оцінка структури капіталу здійснюється з метою мінімізації витрат на залучення довгострокових джерел фінансування і виявлення резервів зростання максимальної вартості [42; 43; 44; 45]. З цією метою доцільно оцінити наявну структуру капіталу, адже проблема формування структури капіталу є актуальною з позиції ефективності вкладень за рахунок вибору найбільш прийнятних джерел фінансування. Загальна зміна структури і динаміки капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» представлена на рис. 2.10.

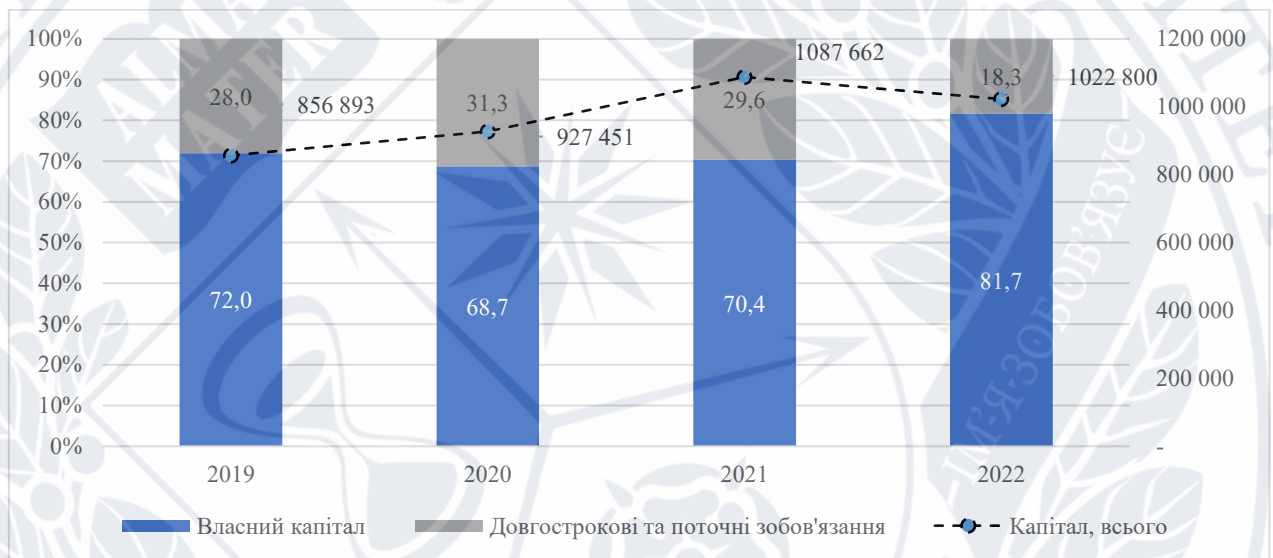


Рисунок 2.10 – Структура капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Джерело: складено автором [39; 40].

Оцінюючи обсяг і структуру капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» потрібно відзначити, що в середньому на 70 % протягом 2019–2021 рр. фінансування діяльності здійснюється за рахунок власного капіталу, в 2022 р. частка власного капіталу зросла на 11,3 % до 81,7 % за рахунок скорочення зобов'язань на 38,2 % та незначного приросту власного капіталу на 38,2 %, що зумовило зменшення на 6,0 % загального обсягу капіталу. В цілому капітал підприємства протягом 2019–2021 рр. зріс на 26,9 %, а за весь період на 19,4 %. Така структура капіталу дає можливість стверджувати про високий рівень фінансової незалежності відносно зовнішніх джерел фінансування та є захисним механізмом щодо мінімізації впливу зовнішніх чинників на діяльність підприємства.

Варто зазначити, що материнська компанія Група AGRANA підтримує та ініціює політику щодо підвищення рівня фінансової незалежності ТОВ «Агрона Фрут Україна» та скорочення поточних зобов'язань, так як нестійне та небезпечне бізнес-середовище в Україні, що обумовлене війною в Україні вимагає інших підходів до формування капіталу та мінімізації впливу ризиків на діяльність підприємства, адже негативні фінансові результати впливають на сукупний фінансовий результат Групи, в тому числі її стійкість.

Оцінка структури капіталу потребує визначення зміни його складу відносно як власного капіталу, так і довгострокових та поточних зобов'язань та забезпечень (табл. 2.10).

Таблиця 2.10 – Структура капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Показники	Роки				Зміна, (+,-) у 2022 р. до	
	2019	2020	2021	2022	2019 р.	2021 р.
1	2	3	4	5	6	7
I. Власний капітал	72,0	68,7	70,4	81,7	9,7	11,3
Зареєстрований капітал	15,7	14,5	12,4	13,2	-2,5	0,8
Нерозподілений прибуток	56,2	54,2	58,0	68,5	12,3	10,5
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення	0,5	0,6	0,5	0,5	0,0	0,0
Довгострокові забезпечення	0,5	0,6	0,5	0,5	0,0	0,0
III. Поточні зобов'язання і забезпечення	27,5	30,7	29,1	17,8	-9,7	-11,3
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	12,0	9,1	12,7	4,9	-7,1	-7,8
Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками:						
з бюджетом	0,4	1,0	0,8	0,7	0,3	-0,1
у т. ч. з податку на прибуток	0,3	0,8	0,7	0,6	0,3	-0,1
за розрахунками зі страхування	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
за розрахунками з оплати праці	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0
Поточна кредиторська заборгованість за одержаними авансами	0,1	0,0	0,0	5,5	5,4	5,5
Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками з учасниками	7,0	9,5	0,0	0,0	-7,0	0,0

Продовження табл. 2.10

1	2	3	4	5	6	7
Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками із внутрішніх розрахунків	4,6	7,5	12,8	3,8	-0,8	-9,0
Поточні забезпечення	2,7	2,9	2,1	2,1	-0,6	0,0
Інші поточні зобов'язання	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Зобов'язання, всього	28,0	31,3	29,6	18,3	-9,7	-11,3
Капітал, всього	100	100	100	100	0,0	0,0

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Власний капітал ТОВ «Агрона Фрут Україна» формується за рахунок: зареєстрованого капіталу абсолютне значення якого є незмінним і становить 134,6 млн грн, проте відносно загальної величини капіталу частка коливається в межах 12,4–15,7 % та нерозподіленого прибутку, який накопичується як в абсолютному, так і відносному значенні з 54,2 % у 2020 р. до 68,5 % у 2022 р., що свідчить про ефективність розподілу чистого прибутку підприємства.

В цілому зобов'язання підприємства протягом 2019–2021 рр. становлять в середньому 30 %, в 2022 р. скоротилися до 18,3 %, з яких довгострокові забезпечення є незначними і займають до 0,6 %. Поточні зобов'язання і забезпечення коливаються в середньому близько 30 % протягом 2019–2021 рр., в 2022 р. скоротилися до 17,8 %. Значну частку займає кредиторська заборгованість за товари, роботи і послуги, обсяг і частка якої є досить нестійкою, наприклад, протягом 2021–2022 рр. скоротилася з 12,7 до 4,9 %, на 7,8 %. Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками із внутрішніх розрахунків досягла максимум в 2021 р. – 12,8 %, проте в 2022 р. зменшилася до 3,8 %. Причини таких змін доцільно проаналізувати за окремими статтями.

Для визначення середньозваженої вартості ТОВ «Агрона Фрут Україна» необхідно визначити вартість та структуру джерел залучення капіталу, проте на даному підприємстві не залучаються кредити, а довгострокові і поточні зобов'язання формуються за рахунок кредиторської заборгованості та забезпечень, тобто це зарезервовані кошти по яких термін оплати не настав. За

даними фінансової звітності можна вважати, що ТОВ «Агрона Фрут Україна» є безлевереджною компанією, що не залучає для здійснення діяльності позиковий капітал.

Таблиця 2.11 – Середньозважена вартість ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Показники	Роки				Зміна, (+,-) у 2022 р. до	
	2019	2020	2021	2022	2019 р.	2021 р.
Власний капітал, тис грн	616 555	637 146	765 479	835550	218995,0	70071,0
Ставка відсотків за виплати власникам (дивіденди/статутний капітал), %	44,7	65,5	-	-	-44,7	0,0
Довгострокові та поточні зобов'язання	240338	290305	322183	187250	-53088,0	-134933,0
Ставка податку на прибуток, %	18	18	18	18	0	0
Середньозважена ціна капіталу WACC, %	26,35	36,90	-	-	-26,3	0,0
Вартість безлевереджної компанії (ЕВІТ/WACC)	44,5	37,3	-	-	-	-

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Тому, WACC (формула 1.1) розраховано за ціною залучення власного капіталу, як відношення дивідендів до статутного капіталу, який у 2019 р. становив 44,7 %. Проте, з початком війни НБУ запровадив певні адміністративні обмеження на операції з обміну валюти та рух капіталу, включаючи обмеження виплат відсотків і дивідендів за кордон. Через ці обмеження можливості обміну гривні є лімітованими, і вона не є вільно конвертованою валютою, тому виплати дивідендів у 2021– 2022 рр. не здійснювалися.

Для оцінки впливу структури капіталу на вартість капіталу підприємства доцільно визначити ефект фінансового левериджу за наступною формулою:

$$ЕФЛ = (1 - C_n) \times (ROE - CPCП) \times \frac{ПК}{ВК} \quad (2.1)$$

$(1 - C_p)$ – частка прибутку підприємства після сплати податку на прибуток;

ROE – економічна рентабельність, що розраховується як відношення валового прибутку до середньої вартості активів:

СРСП – середня ставка за кредит, що сплачується підприємством;

$(ROE - \text{СРСП})$ – диференціал фінансового левериджу;

ПК – позиковий капітал;

ВК – власний капітал;

ПК/ВК – плече фінансового важеля.

Даний показник використовують для оптимізації структури капіталу із врахуванням максимізації економічної рентабельності підприємства. Так, як ТОВ «Агрона Фрут Україна» не використовує кредитів, то для визначення показника СРСП взято ефективну процентну ставку за поточною кредиторською заборгованістю із внутрішніх розрахунків. Далі, логічним є визначення плеча фінансового важеля за показником поточна кредиторська заборгованість за розрахунками із внутрішніх розрахунків.

Таблиця 2.12 – Ефект фінансового левериджу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Показники	Роки				Абсол. відхил. (+/-) 2022 р.	
	2019	2020	2021	2022	2019	2021
Економічна рентабельність, %	26,69	29,03	24,86	24,41	-2,28	-0,45
Ставка податку на прибуток, %	18	18	18	18	0,00	0,00
Середня ставка за кредит, що сплачується підприємством	0,32	0,79	0,62	0,62	0,30	0,00
Диференціал фінансового левериджу, %	26,37	28,24	24,24	23,79	-2,58	-0,45
Плече фінансового важеля	0,06	0,11	0,18	0,05	-0,02	-0,14
Ефект фінансового левериджу, %	139,5	252,5	361,3	90,9	-48,53	-270,38

Джерело: складено та розраховано автором [39; 40].

Отже, ефект фінансового левериджу є високим і при значенні плеча фінансового важеля 0,18 є максимальним у 2021 р. та становить 361,3 %. В

2022 р. зменшення поточної кредиторської заборгованості із внутрішніх розрахунків вплинуло на скорочення плеча фінансового важеля до 0,05 та зменшення ефекту фінансового левериджу на 270,38 % до 90,9 %.

ТОВ «Агрона Фрут Україна» не використовує банківське кредитування, проте у 2019 р. Товариство уклало договір про отримання кредитної лінії від Групи AGRANA, проте умови на яких було її надано не визначені у фінансовій звітності товариства. Так, як досліджуване підприємство є прибутковим та володіє достатнім капіталом, то залучати фінансові ресурси у формі кредиту є недоречним, як з позиції потреби у фінансуванні, так і впливу зовнішніх чинників.

Висновки до розділу 2

В результаті практичного дослідження, що представлено в другому розділі, можна зробити наступні висновки:

- Група AGRANA має стійкі джерела фінансування, що формуються переважно за рахунок власного капіталу, довгострокові та поточні зобов'язання були розподілені пропорційно в 2019–2020 рр., в наступні 2021–2022 рр. частка поточних зобов'язань зросла з 22,1 до 36,2 %, при довгострокові зменшилися лише на 3 %;

- статутний капітал Групи AGRANA є контрольований, лише 63 % акцій у 2022 р. є неконтрольованими, присутня тенденція до скорочення коефіцієнта концентрації власного капіталу на -12,2 % за період дослідження;

- Група AGRANA залучає кредити від двох синдикованих кредитних ліній на загальну суму 0,4 млн євро та облігаційних позик у розмірі 0,41 млн євро. Решта кредитного фінансування – це двосторонні кредитні лінії. Співвідношення поточних та довгострокових зобов'язань з оренди складає 1/5;

- формування капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» є специфічним та попри не розроблену політику управління капіталом, формується переважно за рахунок власного капіталу, зокрема коштів, що реінвестуються

підприємством у формі нерозподіленого прибутку. Товариство не використовує у своїй діяльності банківських кредитів, лише формує довгострокові забезпечення та поточні забезпечення. Додатково капітал залучається у формі кредиторської заборгованості, проте із початком війни у 2022 р. групою AGRANA було рекомендовано максимально скоротити заборгованість перед контрагентами для мінімізації ризиків;

- за показниками фінансової стійкості ТОВ «Агрона Фрут Україна» оцінено як фінансово стійке, з надійною структурою капіталу та достатнім обсягом фінансових ресурсів для забезпечення безперебійної операційної діяльності. Зазначені висновки підтверджені показниками ефективності, рівень яких є сталим протягом досліджуваного періоду;

- зміна вартості методом чистих активів ТОВ «Агрона Фрут Україна» є позитивною і за 2019–2022 рр. зросла більше, ніж на 35 %. Оцінка ринкової вартості методом порівняння компанії-аналога свідчить теж про нарощення вартості за 2021–2022 рр. на 46 %.

РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ КОНЦЕПТУАЛЬНИХ ПІДХОДІВ ДО ЗРОСТАННЯ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

3.1. Концепція вдосконалення вартості капіталу підприємства в умовах фінансової нестабільності

Проблематика дослідження капіталу є багатогранною, але в більшій мірі сконцентрована на публікаціях теоретичного характеру і потребує подальших досліджень стосовно визначення концептуального підходу до забезпечення вартості капіталу, практичних інструментів оцінки вартості та структури капіталу. Клімек Д. [46] пропонує концепцію взаємозв'язку балансу капіталу і управлінських рішень, що впливають на ефективність його використання.

Діяльність підприємства забезпечується за рахунок наявного капіталу, що має певну специфіку формування залежно від індивідуальних характеристик бізнесу. Враховуючи результати досліджень зроблених у попередньому розділі кваліфікаційної роботи запропоновано концепцію вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності (рис. 3.1). В основу концепції закладені наступні принципи:

- гнучкість – здатність підприємства змінювати структуру капіталу під впливом мінливих умов зовнішнього середовища та зростання вартості їх залучення;
- адаптивність – здатність адаптувати структуру капіталу до турбулентних умов зовнішнього середовища, в тому числі безпекових, що пов'язані із війною та регуляторних обмежень з боку держави;
- ефективність як здатність капіталу генерувати прибуток на вкладений капітал;
- раціональність – забезпечується управлінськими рішеннями щодо тимчасових обмежень залучення кредитних ресурсів, скорочення

кредиторської заборгованості, виплати дивідендів тощо із врахуванням умов функціонування бізнесу;

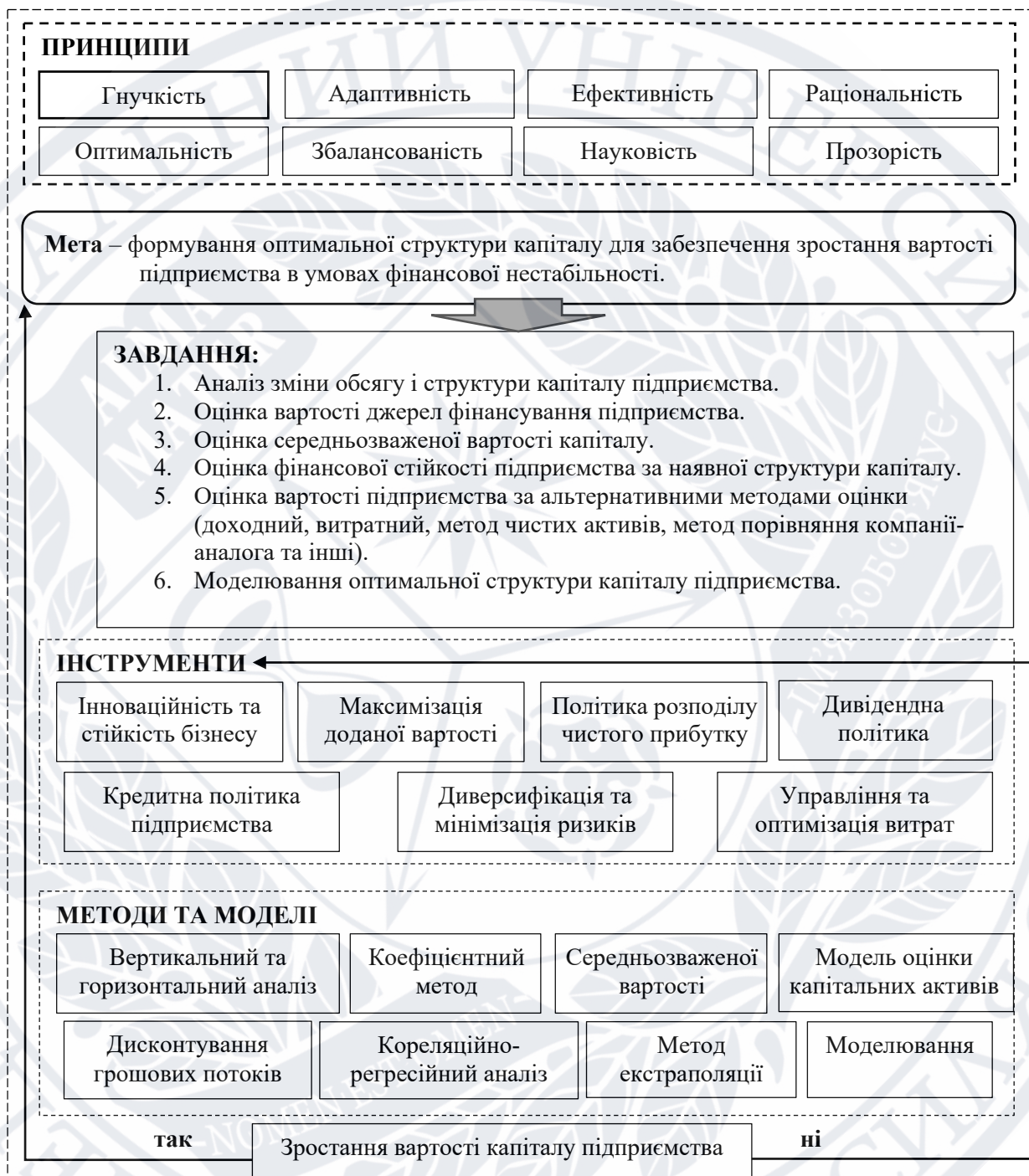


Рисунок 3.1 – Концепція вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності

Джерело: складено і запропоновано автором.

- оптимальність – прийняття рішення щодо структури капіталу, що має оптимальну вартість та забезпечує безперервність функціонування бізнесу;

- збалансованість реалізується через призму оптимальної структури підприємства, що досягається завдяки поєднанню ризику та стійкості залучених джерел фінансування;

- науковість – оцінка вартості джерел залучення та оптимальності джерел фінансування розраховується на основі науково обґрунтованих концепцій, підходів;

- прозорість – оприлюднення фінансової звітності для забезпечення зростання вартості бізнесу.

Метою концепції визначено формування оптимальної структури капіталу для забезпечення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності (рис. 3.1). Для її досягнення визначено такі завдання:

1. Аналіз зміни обсягу і структури капіталу підприємства.
2. Оцінка вартості джерел фінансування підприємства.
3. Оцінка середньозваженої вартості капіталу.
4. Оцінка фінансової стійкості підприємства за наявної структури капіталу.
5. Оцінка вартості підприємства за альтернативними методами оцінки (доходний, витратний, метод чистих активів, метод порівняння компанії-аналога та інші).
6. Моделювання оптимальної структури капіталу підприємства.

Інструменти, за допомогою яких підприємство може досягти поставлених завдань та цілей такі:

1. Інноваційність та стійкість бізнесу. Група AGRANA орієнтована на міжнародний розвиток бізнесу, замкнутість виробничого циклу. В основі всіх процесів закладені інноваційність ідей, досвід, дослідження у розробці продуктів. Працюючи на висококонкурентному ринку, для AGRANA надзвичайно важливо завчасно виявляти ринкові тенденції, задовольняти потреби ринку за допомогою інноваційних продуктів та розробляти індивідуальні рішення для своїх клієнтів. У тісній співпраці з клієнтами,

команди дослідників та розробників AGRANA завжди працюють над новими технологіями, спеціальними продуктами та інноваційними способами застосування існуючих продуктів, підтримуючи таким чином стратегічний фокус Групи AGRANA на довготривалий успіх [40, с. 102]. Як приклад, витрати на дослідження та розробки у 2022/23–2021/22 рр. склали 23,1 та 20,0 млн євро відповідно, а співвідношення досліджень і продажів склав 0,64 та 0,69 %. Центр досліджень та інновацій AGRANA (ARIC) у м. Тулн, Австрія, є центральним центром досліджень та розробок Групи у фруктовому, крохмальному та цукровому бізнесах, співпрацює з 18 локальними центрами розробки нових продуктів. Основною метою ARIC є розробка інноваційних продуктів з цукрових буряків, картоплі, кукурудзи, восковидної кукурудзи, пшениці та різних фруктів. Синергія та взаємодоповнюваність досвіду різних груп є особливо цінною у між сегментних сферах досліджень, таких як технології, згущувачі та підсолоджувачі, ароматизатори, мікробіологія, якість та безпека продукції, а також органічні продукти.

2. Максимізація доданої вартості. Група AGRANA створює цінність сільськогосподарським товарам, щоб забезпечувати промисловими продуктами галузі нижчого рівня – переробки. Створення максимальної доданої вартості вимагає гармонійного балансу економічної, екологічної та соціальної відповідальності. Це сприяє сильному зростанню, високій продуктивності та постійному зростанню, найвищій продуктивності та постійному збільшенню вартості компанії. Сталі практики ведуть до сталого прибутку та процвітання. Наприклад, ТОВ «Агрона Фрут Україна» у 2022|23 фінансовому році, незважаючи на військовий конфлікт, завантаження потужностей українських фруктових заводів вдалося утримати на позначці 50%. У виробництві концентратів фруктових соків, значні обсяги кампанії 2022 р. разом із розвитком бізнесу з доданою вартістю стали основними факторами високих показників прибутку.

3. Політика розподілу чистого прибутку. Стимулювання та визнання результатів роботи є ключовим елементом стратегії управління персоналом та

важливим фактором успіху Групи AGRANA. Щоб допомогти досягти стратегічних та операційних цілей компанії, для управлінського персоналу діє загально групова система управління ефективністю роботи, поряд з фінансовими цілями та цілями, пов'язаними з прибутком, план змінної винагороди включає особисті цілі для заохочення та винагороди за значні результати роботи. У 2022|23 фінансовому році 10,7% всіх співробітників, 2021|22 р. – 10,5 % отримали систему винагороди, що заснована на результатах діяльності.

4. Дивідендна політика. Група AGRANA реалізує передбачувану, надійну та прозору дивідендну політику, орієнтовану на наступність. Дивідендні виплати ґрунтуються не лише на прибутку, але й на грошових потоках та борговій ситуації, враховуючи необхідність підтримувати збалансовану структури балансу. Дивідендна політика AGRANA є гнучкою та враховує поточні події та очікувані майбутні результати діяльності. За 2020/23 р. було виплачено дивідендів в розмірі 0,90 євро на акцію, що становить дохідність 5,3 %, виходячи з ціни акції 17,00 євро (2021/22 р. – 4,5 %).

5. Кредитна політика підприємства. Група AGRANA залучає двосторонні кредити, синдиковані кредитні лінії, облігаційні позики, вексельні позики, використовує овердрафти та інші види кредитів від фінансових установ та підприємств. Всі банківські кредити та овердрафти забезпечені заставами.

6. Диверсифікація та мінімізація ризиків. Політика управління ризиками Групи спрямована на забезпечення поведінки з урахуванням ризиків, передбачає незалежний та інтегрований внутрішній контроль. Група може приймати на себе ризики лише в тому випадку, якщо вони пов'язані з основною діяльністю Групи AGRANA, і якщо немає економічного сенсу їх уникати, страхування або хеджування не має економічного сенсу. Політика полягає в тому, щоб мінімізувати ризики настільки, наскільки це розумно можливою, досягаючи при цьому відповідного балансу між ризиками та

прибутковістю. Прийняття ризиків за межами операційної діяльності заборонено без винятку.

AGRANA Beteiligungs-AG відповідає за координацію та реалізацію заходів з управління ризиками в межах усієї Групи. Використання інструментів хеджування дозволяється лише для хеджування операційної та фінансової діяльності, а не для спекулятивних цілей поза межами основної діяльності Групи AGRANA.

Правління Групи компаній AGRANA визнає важливість активного та ефективного управління ризиками, метою є раннє виявлення ризиків і можливостей та вжиття відповідних заходів для забезпечення прибутковості та подальшого існування компанії. Групи AGRANA використовує інтегровані системи моніторингу та звітності, які дозволяють регулярно оцінювати ситуацію з ризиками в масштабах всієї Групи [40, с. 111]. Для ранньої ідентифікації та моніторингу ризиків діють два взаємодоповнюючі інструменти контролю:

- система оперативного планування та звітності. Для кожного бізнес-сегменту готується окремий звіт про ризики, що сфокусований на визначенні чутливості до зміни ринкових цін на поточний і наступний фінансовий рік. Ризик-менеджери з бізнес-напрямків регулярно обговорюють бізнес-ситуацію та застосування заходів зі зниження ризиків безпосередньо з правлінням;

- ідентифікація індивідуальних ризиків та оцінка їх впливу на загальний профіль ризиків і можливостей, визначення індикаторів раннього попередження та вжиття контрзаходів. Для цього двічі на рік, службою ризик-менеджменту Групи аналізуються ризики в окремих сферах бізнесу із горизонтом планування на п'ять років. Сукупна ризикова позиція Групи AGRANA на поточний фінансовий рік розраховується методом Монте-Карло, що є загальноприйнятим стандартом розрахунку в управлінні ризиками.

7. Управління та оптимізація витрат. Управління витратами має здійснюватися в розрізі сегментів бізнесу та видів діяльності із врахуванням їх ранжування за пріоритетністю та розвитком бізнесу. Оптимізація витрат

здійснюється з метою збалансування доходів та витрат, а також зростання маржі та скорочення витрат на одиницю продукцію.

Невід'ємною складовою концепції є набір методів і моделей для досягнення поставленої мети, а саме: вертикальний та горизонтальний аналіз, коефіцієнтний метод, середньозваженої вартості, модель оцінки капітальних активів, дисконтування грошових потоків, кореляційно-регресійний аналіз, метод екстраполяції та моделювання. Кожен із зазначених методів і моделей є доцільними на етапі виконання завдання та реалізації інструментів концепції. Зазначені методи і моделі розглянуті в інших розділах роботи.

3.2. Кореляційно-регресійна модель впливу факторів на вартість капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Побудова кореляційно-регресійної моделі [47] потребує виконання таких основних етапів:

1. Визначення результативного показника та відбір факторів, що потенційно можуть здійснювати вплив на нього.
2. Формування інформаційного забезпечення обраної вибірки показників, визначення кореляції між ними та відсіювання тих, що мають прямий або щільний зв'язок один з одним. Візуалізація даних та визначення лінійних рівнянь парної регресії.
3. Перевірка показників описової статистики для регресійної моделі.
4. Побудова регресійної моделі за допомогою пакету Data Analysis в програмі Microsoft Excel.
5. Визначення рівняння регресії та оцінка впливу показників.

На першому етапі було обрано в якості результативного показника Y – капітал, що характеризує балансову вартість сукупного капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна», адже за теорією Міллера-Модельяні ринкова вартість компанії не залежить від структури капіталу. Факторами, що впливають на результат обрано наступні, що наведені в табл. 3.1.

Таблиця 3.1 – Сукупність факторів, що впливають на капітал ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Роки	Y1 - капітал, млн грн	X1 – мультиплікатор власного капіталу	X2 - коефіцієнт оборотності активів	X3 - ROA	X4 - власний капітал, млн грн	X5 - чистий дохід, млн грн	X6 - Profit margin	X7 - ROE
2018	0,77	1,33	1,30	0,22	0,58	1,00	0,17	0,30
2019	0,86	1,39	1,14	0,11	0,62	0,97	0,97	0,15
2020	0,93	1,46	1,13	11,91	0,64	1,05	0,11	0,17
2021	1,09	1,42	1,28	0,12	0,77	1,39	0,94	0,17
2022	1,02	1,46	1,19	0,75	0,84	1,22	0,63	0,11

Джерело: складено автором за джерелом [39; 47].

Використовуючи програмне забезпечення Microsoft Excel визначимо набір показників, які є прийнятними для побудови моделі. Більшість із зазначених факторів не мають щільного зв'язку з результативним показником, тому були вилучені, далі методом підбору та визначення кореляційного зв'язку факторів було обрано дві групи чинників, при яких модель є адекватною, але особливістю є те, що в результаті вони чинять сукупний вплив на зміну вартості капіталу. Перша група включає: коефіцієнт незалежності (x1), коефіцієнт оборотності активів (x2), ROE (x3), друга – мультиплікатор власного капіталу (x1), коефіцієнт оборотності активів (x3), ROA (x3).

Результати кореляції між факторами є передумовою формування моделі та наведені в табл. 3.2.

Таблиця 3.2 – Кореляційний зв'язок між незалежними змінними

Показник	X1	X2	X3
Коефіцієнт незалежності (x1)	1		
Коефіцієнт оборотності активів (x2)	0,166	1	
ROE (x3)	-0,175	0,068	1

Джерело: розраховано автором.

Незалежні змінні не повинні корелювати між собою, таке явище називається колінеарністю, при цьому їх вплив не має бути тісним або прямим, тобто дорівнювати 1, так як в такому випадку модель буде неадекватною. Чим

менші значення отриманих показників за модулем, тим краще для побудови моделі. Щільність зв'язку для всіх змінних є незначною, що відповідає вимогам для побудови моделі, проаналізуємо статистичні показники (табл. 3.3).

Таблиця 3.3 – Описова статистика для регресійної моделі

Показники	Y1 - капітал	Коефіцієнт незалежності (x1)	Коефіцієнт оборотності активів (x2)	ROE (x3)
Mean	933,19	0,736	1,209	0,236
Standard Error	56,57	0,023	0,036	0,017
Median	927,45	0,720	1,193	0,235
Standard Deviation	126,50	0,051	0,080	0,039
Sample Variance	16001,80	0,003	0,006	0,001
Kurtosis	-1,37	1,199	-2,868	-1,179
Skewness	-0,06	1,213	0,278	0,394
Range	316,53	0,130	0,170	0,095
Minimum	771,14	0,687	1,132	0,194
Maximum	1087,66	0,817	1,302	0,289
Sum	4665,94	3,678	6,044	1,179
Count	5	5	5	5

Джерело: розраховано автором.

В цілому всі показники є прийнятними, проте є значний розрив між максимальним і мінімальним показником власного капіталу, а саме з 771,14 до 1087,66 тис грн.

Статистика: Мультиплікатор $R = 0,93$, $R^2 = 0,86$, Скорегований $R^2 = 0,46$.
Стандартне відхилення = 93,05. Кількість спостережень = 5.

Таблиця 3.4 – Багатофакторний регресійна аналіз

Показники	df	SS	MS	F	Significance F				
Regression	3	55349,5	18449,8	2,13	0,46				
Residual	1	8657,8	8657,8						
Total	4	64007,2							
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>	
Intercept	1694,2	964,7	1,8	0,3	-10563,4	13951,8	-10563,4	13951,8	
Коефіцієнт незалежності (x1)	-317,7	938,8	-0,3	0,8	-12246,2	11610,8	-12246,2	11610,8	
Коефіцієнт оборотності активів (x2)	168,3	592,2	0,3	0,8	-7356,2	7692,9	-7356,2	7692,9	
ROE (x3)	-3099,1	1227,9	-2,5	0,2	-18701,5	12503,4	-18701,5	12503,4	

Джерело: розраховано автором.

Регресійна модель за критерієм Стюдента має певні відхилення, проте в цілому сукупність чинників дає можливість розглядати модель як прийнятну і визначити наступне регресійне рівняння впливу факторів на балансову вартість капіталу:

$$y = 1694,2 - 317,7 x_1 + 168,3 x_2 - 3099,1 x_3 \quad (3.1)$$

де x_1 – коефіцієнт незалежності, x_2 – коефіцієнт оборотності активів, x_3 – ROE.

Оцінимо на скільки прогнозні показники за даним регресійним рівнянням відрізняються від фактичним і розрахуємо прогноз на наступні періоди використовуючи: для першого року прогнозу – середні показники факторів, другого – середній показник за останні два роки, третього – середній за останні два роки (рис. 3.2).

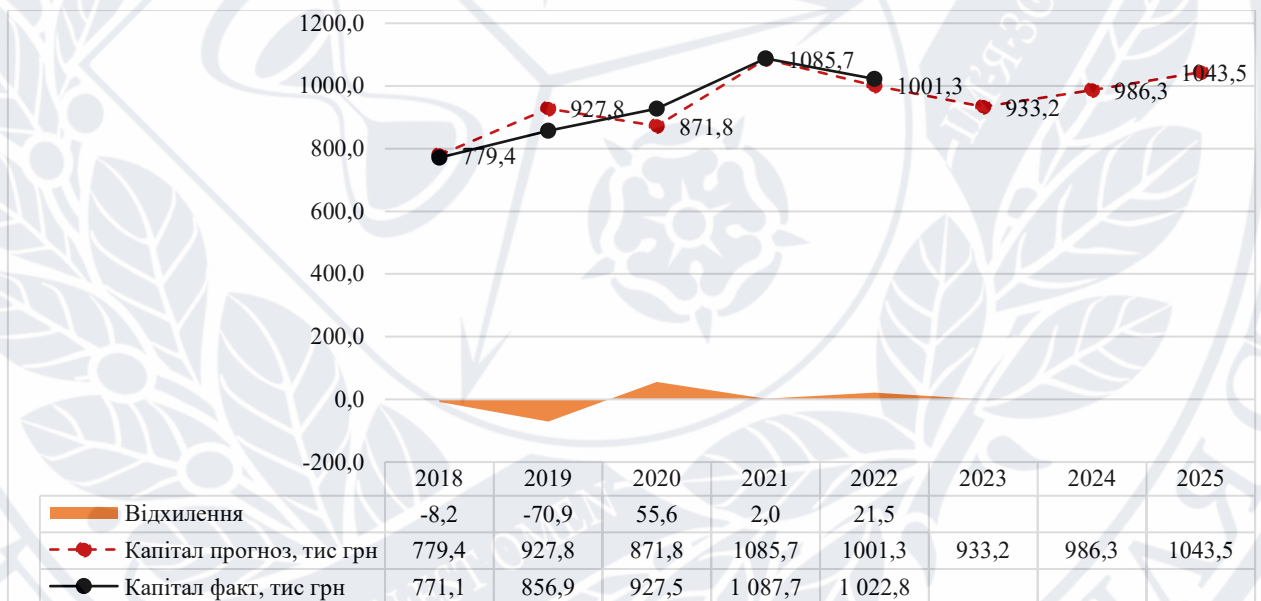


Рисунок 3.2 – Прогноз зміни вартості за регресійною моделлю ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Джерело: розраховано і побудовано автором.

Отже, за результатами прогнозу, за умови, якщо враховується в більшій мірі зміна показників за останні періоди, то прогнозується зростання вартості капіталу.

Наступним етапом дослідження є проведення кореляційно-регресійного аналізу для другої групи факторів на балансову вартість капіталу.

Таблиця 3.5 – Кореляційний зв'язок між незалежними змінними

Фактори	Мульти-плікатор ВК	Коефіцієнт оборотності активів	Profit margin	ROA
Мультиплікатор ВК	1			
Коефіцієнт оборотності активів	-0,566	1		
Profit margin	-0,848	0,517	1	
ROA	-0,864	0,628	0,990	1

Джерело: розраховано автором.

Між незалежними змінними – факторами ROA і Profit margin присутній прямий зв'язок – 0,99, тому вплив даного фактору доцільно вилучити для побудови регресійної моделі.

Далі формуємо описову статистику в програмному забезпеченні Microsoft Excel – Data Analysis – Описова статистика (табл. 3.6).

Таблиця 3.6 – Описова статистика для регресійної моделі

Статистика	Y1 - капітал, млн грн	X1 – мультиплікатор власного капіталу	X2 – Коефіцієнт оборотності активів	X3 – ROA
Mean	0,933	1,412	1,209	0,264
Standard Error	0,057	0,024	0,036	0,123
Median	0,927	1,420	1,193	0,121
Standard Deviation	0,126	0,054	0,080	0,274
Sample Variance	0,016	0,003	0,006	0,075
Kurtosis	-1,374	-0,055	-2,868	4,411
Skewness	-0,061	-0,876	0,278	2,091
Range	0,317	0,130	0,170	0,638
Minimum	0,771	1,330	1,132	0,110
Maximum	1,088	1,460	1,302	0,748
Sum	4,666	7,060	6,044	1,320
Count	5	5	5	5

Джерело: розраховано автором.

Далі розраховуємо регресію, для цього в програмному забезпеченні Microsoft Excel – Data Analysis – Регресія. Отримує, що множинний коефіцієнт кореляції Multiple R = 0,968406, що показує сумарний зв'язок між вартістю капіталу та всіма обраними факторами. Коефіцієнт детермінації показує якість

моделі, і становить $R^2 = 0,937809$. Чим більш наближеним він є до 1, тим якісніша модель. Виправлений коефіцієнт детермінації $Adjusted R^2 = 0,751238$, $Standard Error = 0,063092$, кількість досліджень п'ять за 2018–2022 рр.

Показники дисперсії коливаються в межах від 1 до 3.

Таблиця 3.7 – Багатофакторний регресійна аналіз

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Signifi- cance F</i>			
Regression	3	0,060	0,020	5,027	0,314			
Residual	1	0,004	0,004					
Total	4	0,064						
	<i>Coeffi- cients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P- value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Y1 - капітал, млн грн	-2,172	1,871	-1,161	0,453	-25,943	21,599	-25,943	21,599
X1 – мультиплікатор власного капіталу	1,282	1,151	1,114	0,466	-13,344	15,908	-13,344	15,908
X2 - коефіцієнт оборотності активів	1,250	0,507	2,465	0,245	-5,196	7,697	-5,196	7,697
X3 - ROA	-0,017	0,012	-1,386	0,398	-0,170	0,137	-0,170	0,137

Джерело: розраховано автором.

Відповідно до отриманих даних у вище наведеній таблиці, визначимо багатофакторне лінійне рівняння регресії:

$$y = -2,17 + 1,28x_1 + 1,25x_2 - 0,02x_3 \quad (3.2)$$

Рівняння регресії будується на підставі вибірки, тому отримані величини для рівняння є вибічковими, тобто випадковими величинами, які потрібно перевіряти за допомогою критерію Стюдента (*t Stat*), Microsoft Excel автоматично розраховує результат, що зазначено для показника *P-value*. Так, як рівень значущості гіпотези має дорівнювати не менше 95 %, то дане значення має знаходитися на рівні менше 0,05, проте у нас цей показник вище, а тому коефіцієнти не є статистично значущі.

В нашому випадку, ми не можемо оцінити вплив кожної змінної окремо на вартість капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна», але спільна пояснююча

змінних всіх трьох показників висока, тобто можна визначити їх сумарний ефект, що підтверджується результатом прогнозу (рис. 3.3).

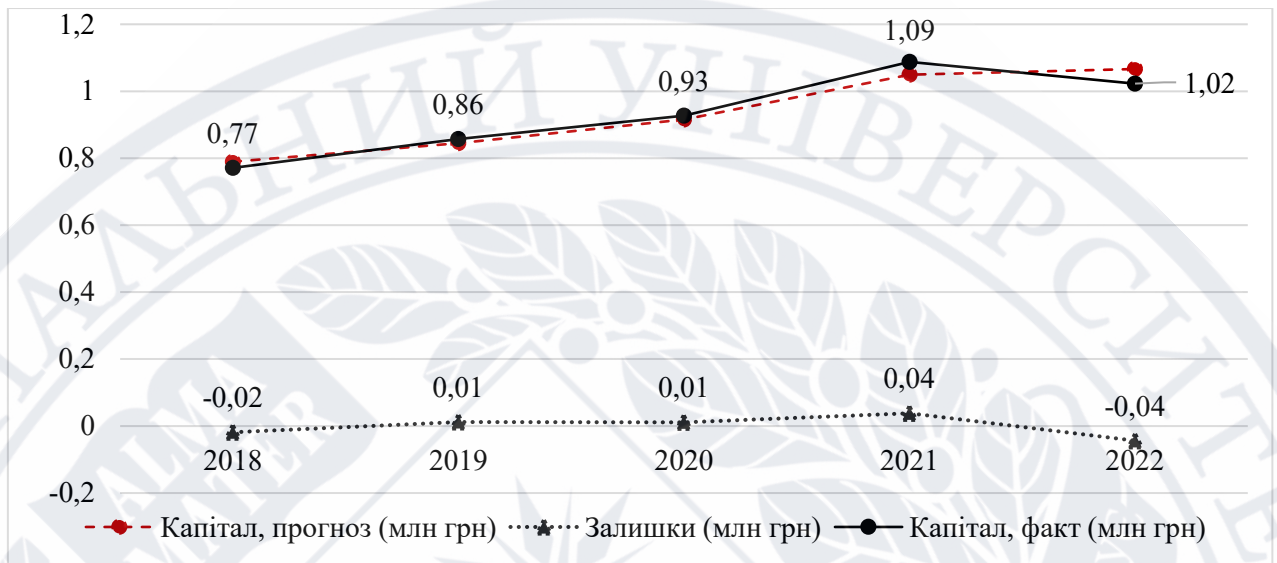


Рисунок 3.3 – Порівняння результатів прогнозу за регресійною моделлю та фактичними показниками капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Джерело: розраховано і побудовано автором.

В цілому фактичне і прогнозоване значення капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» майже співпадають, що підтверджує сукупний вплив обраних факторів та адекватність моделі.

3.3. Моделювання оптимальної структури капіталу для забезпечення зростання вартості підприємства

Моделювання оптимальної структури капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» викликано рядом обмежень, що були виявлені в процесі дослідження його діяльності, зокрема:

- фінансування діяльності підприємства здійснюється переважно за рахунок власного капіталу, який сформований за рахунок внесків засновників та нерозподіленого прибутку;
- при оцінці вартості власного капіталу було визначено коефіцієнт дивідендних виплат за 2019–2020 рр., в наступні роки дивіденди не виплачувалися у зв'язку із обмеженнями на рівні країни та рішенням

материнської компанії група Agrana, тому показник WACC для безлевереджної компанії в наступні періоди не можливо визначити;

- коротко і довгострокові кредити підприємство не використовує у своїй діяльності, зобов'язання формуються за рахунок забезпечень і кредиторської заборгованості;
- із початком війни підприємство створило всі умови для безпечного і безперервного функціонування, пришвидшило оборотність кредиторської заборгованості, що вплинуло на скорочення капіталу.

Зазначені обмеження вплинули на обрання методу прогнозування, так за допомогою методу екстраполяції в Excel здійснено прогнозування ключових показників (капітал, власний капітал, зобов'язання та забезпечення, чистий прибуток) та розраховано передбачення, нижню і верхню довірчі границі з точністю до 95 %, розраховано коридор відхилення зазначеного показника. Результати прогнозування капіталу представлено в табл. 3.8.

Таблиця 3.8 – Прогнозування зміни капіталу ТОВ «Агрона-Фрут Україна» методом екстраполяції, тис грн

Роки	Капітал	Передбачення	Нижня довірча границя	Верхня довірча границя	Коридор	Ланцюговий темп приросту, %
31.12.2018	771136					
31.12.2019	856893					11,1
31.12.2020	927451					8,2
31.12.2021	1087662					17,3
31.12.2022	1022800	1022800	1022800	1022800		-6,0
31.12.2023		1224831	1134618	1315043	180425,1	19,8
31.12.2024		1274475	1184262	1364688	180425,9	4,1
31.12.2025		1397030	1306069	1487990	181920,9	9,6
31.12.2026		1446674	1355712	1537635	181923,1	3,6
31.12.2027		1569229	1477503	1660955	183452,1	8,5
31.12.2028		1618873	1527145	1710601	183456,5	3,2

Джерело: розраховано автором.

Нерівномірні темпи приросту вплинули на результати прогнозу, відповідно протягом 2018–2021 рр. спостерігається приріст капіталу, хоч і не рівномірний на 36,6 %, проте із початком війни у 2022 р. загальний обсяг

капіталу скоротився на 6,0 % відносно попереднього року за рахунок скорочення кредиторської заборгованості, при цьому підприємство повністю реінвестує чистий прибуток, крім бонусних виплати ТОР-менеджменту. Відповідно прогноз на 2023 р. – зростання капіталу на 19,8 %, наступні періоди приріст є незначним і коливається в межах від 3,2 до 9,6 %. Нерівномірна тенденція прогнозованого приросту капіталу пов’язана із минулими змінами, що впливають на передбачення.

Графічне представлення прогнозованої величини капіталу наведено на рис. 2.5, з якого видно незначний приріст відносно базового періоду на 847,7 млн грн або 109,9 %, коридор відхилення є має незначні межі.

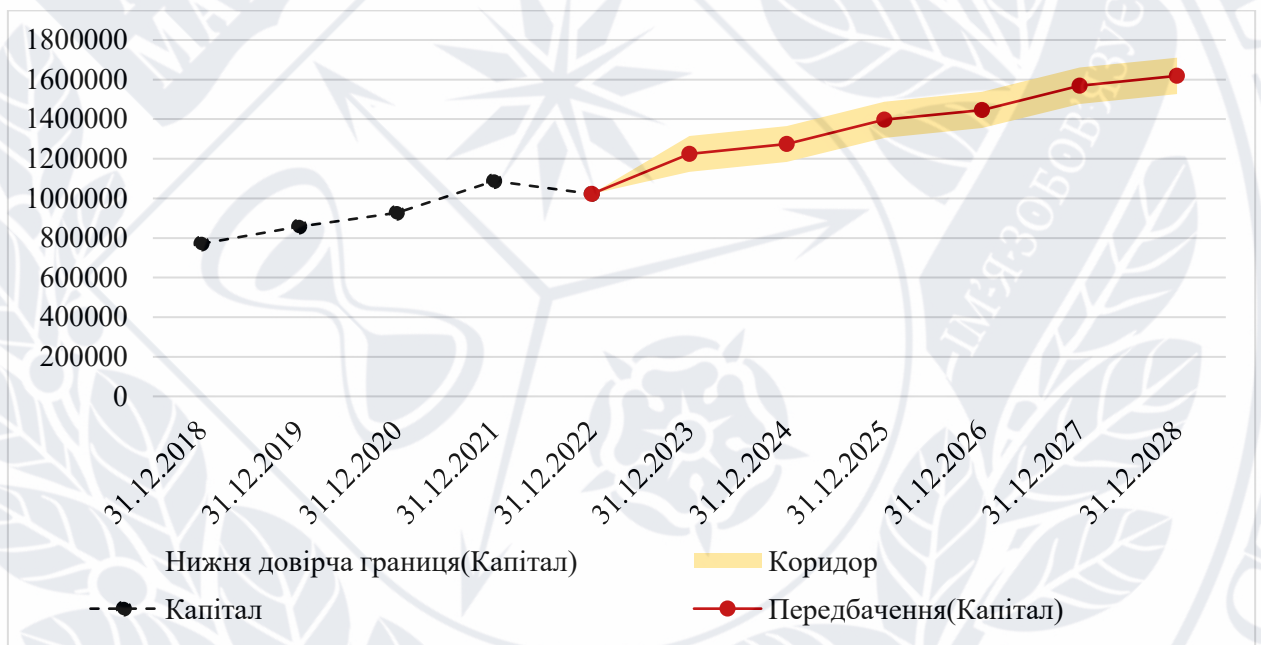


Рисунок 3.4 – Прогнозування капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» методом екстраполяції, тис грн

Джерело: розраховано і побудовано автором.

Наступним показником є прогнозування власного капіталу (табл. 3.9), який зростає за рахунок накопичення нерозподіленого прибутку та залежить від фінансового результату, що отримує підприємство.

Таблиця 3.9 – Прогнозування зміни власного капіталу ТОВ «Агрона-Фрут Україна» методом екстраполяції, тис грн

Роки	Власний капітал	Передбачення	Нижня довірча границя	Верхня довірча границя	Коридор	Ланцюговий темп приросту, %
31.12.2018	578919					
31.12.2019	616555					6,5
31.12.2020	637146					3,3
31.12.2021	765479					20,1
31.12.2022	835550	835550	835550	835550		9,2
31.12.2023		899189	830706	967672	136966,2	7,6
31.12.2024		967674	897067	1038282	141214,8	7,6
31.12.2025		1036160	963474	1108846	145371,7	7,1
31.12.2026		1104645	1029923	1179368	149444,7	6,6
01.01.2027		1104833	1030105	1179561	149455,8	0,02
02.01.2028		1173505	1096774	1250236	153462,3	6,2

Джерело: розраховано автором.

Прогнозується, що власний капітал протягом 2018–2028 рр. зросте на 102,7 % з 578,9 до 1173,5 млн грн, при цьому приріст на 20,1 % в 2021 р. може створювати похибку прогнозу, в наступні періоди приріст становить на рівні 6,2–7,6 % за виключенням 2027 р. – 0,02 %. Коридор відхилення між верхньою і нижньою межею є незначним (рис. 3.5).

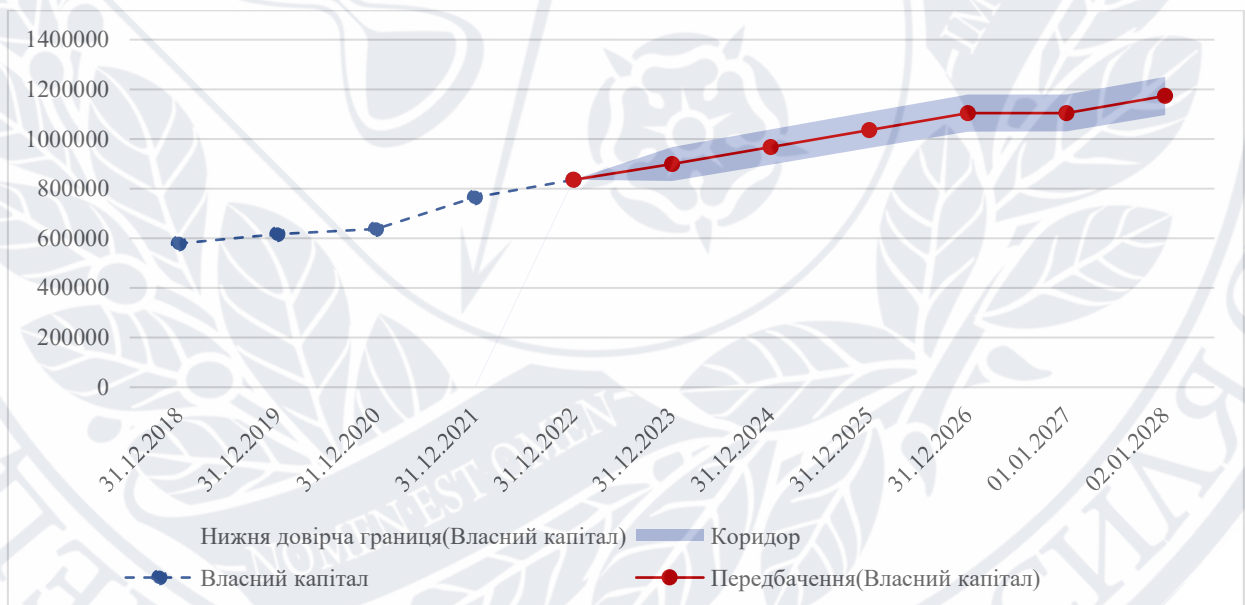


Рисунок 3.5 – Прогнозування власного капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна» методом екстраполяції, тис грн

Джерело: розраховано і побудовано автором.

Таблиця 3.10 – Прогнозування зміни зобов'язань ТОВ «Агрона-Фрут Україна» методом екстраполяції

Роки	Зобов'язання	Передбачення	Нижня довірча границя	Верхня довірча границя	Коридор	Ланцюговий темп приросту, %
31.12.2018	192217					
31.12.2019	240338					25,0
31.12.2020	290305					20,8
31.12.2021	322183					11,0
31.12.2022	187250	187250	187250	187250		-41,9
31.12.2023		243751	114924	372578	257653	30,2
31.12.2024		246892	114069	379715	265646	1,3
31.12.2025		250033	113300	386766	273465	1,3
31.12.2026		253174	112610	393738	281127	1,3
31.12.2027		256315	111993	400637	288644	1,2
31.12.2028		259456	111442	407470	296027	1,2

Джерело: розраховано автором.

Зміна зобов'язань за фактичними показниками суттєво коливається протягом 2018–2021 рр. на 56,8 %, проте в 2022 р. скоротилися на 41,9 %, що вплинуло на загальну величину капіталу. Такі тенденції вплинули на прогноз приросту у 2023 р. на 30,2 %, проте в наступні періоди приріст є незначним 1,3–1,2 %. Як наслідок, спостерігається широкий коридор межі прогнозування (рис. 3.6).

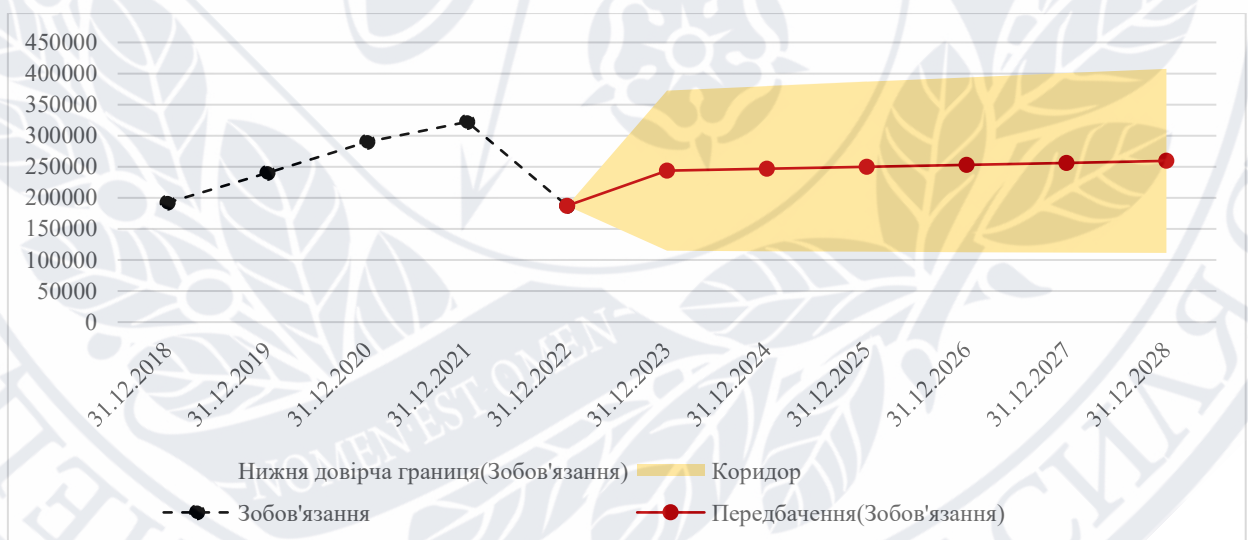


Рисунок 3.6 – Прогнозування зобов'язань ТОВ «Агрона Фрут Україна» методом екстраполяції, тис грн

Джерело: розраховано і побудовано автором.

Відповідно до фактичних і прогнозованих вище показників визначено структуру капіталу, шляхом розрахунку коефіцієнта автономії та концентрації зобов'язань (рис. 3.7).

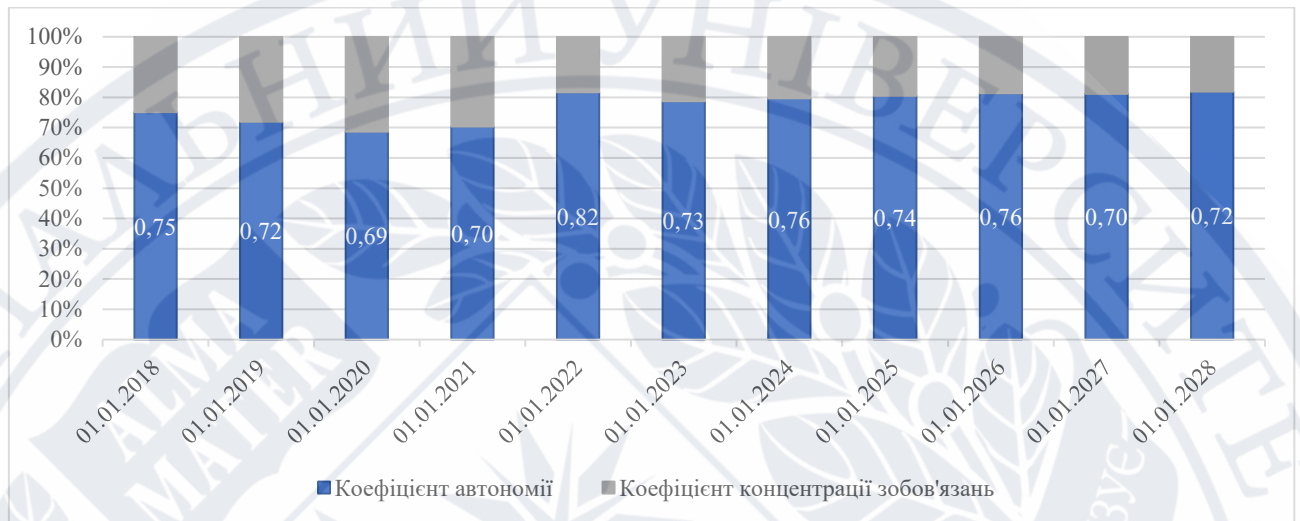


Рисунок 3.7 – Прогнозна структура капіталу ТОВ «Аграна Фрут Україна»

Джерело: розраховано і побудовано автором.

За нормальних умов функціонування частка власного капіталу у 2018–2021 рр. коливається в межах 0,69–0,75, у військовий стан частка власного капіталу зростає до 0,82. Отже, відповідно до прогнозних і фактичних значень показників, оптимальним значенням коефіцієнта автономії будемо вважати середнє, що становить 0,74 (min = 0,69, max = 0,82), відповідно оптимальне значення коефіцієнт концентрації зобов'язань становитиме 0,22 (min = 0,16, max = 0,31). При цьому, не можна стверджувати, що використання позикового капіталу є недоліком, адже підприємство повністю покриває свої потреби в оборотних коштах, має потужну матеріально-технічну базу.

Результати прогнозування ефективності використання капіталу представлено на рис. 3.8.

З вище наведеного рис. 3.8, спостерігаються досить неоднозначні тенденції зміни показників ROE та ROA, динаміка між якими є досить подібна. Проте для ROA – це зниження показника до рівня 4,6–9,3 % із незначними коливаннями в межах років, то для ROE – значення показника на рівні 6,5–12,3 %, що є вищим. Такі тенденції обумовлені незначним приростом власного

капіталу протягом 2018–2028 рр. та неоднозначним приростом чистого прибутку, що характеризується незначним приростом, максимум до 3,3 % та скороченням відносно попереднього періоду в 2019 р. на -12,5 %, 2022 р. на -6,6 %, 2025 і 2027 р. на 3,8 та 3,6 % відповідно.



Рисунок 3.8 – Прогнозна структура капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна»

Джерело: розраховано і побудовано автором.

Отже, релевантність результатів прогнозу пріоритетно залежить від зовнішніх чинників, основними з яких є війна в Україні, умови здійснення експортних операцій, валютних операцій та інших регулюючих інструментів з боку держави, при цьому політика щодо діяльності ТОВ «Агрона Фрут Україна» визначається материнською компанією.

Висновки до розділу 3

За результатами дослідження представленими в розділі 3, можна узагальнити наступні висновки:

- розроблено концепцію вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності, в результаті якої закладено зростання вартості капіталу підприємства. Концепція включає такі елементи: мету, завдання, принципи, інструменти, методи і моделі. Інструменти концепції обґрунтовані із врахуванням специфіки діяльності Групи AGRANA;

- визначено два багатофакторних рівняння регресії, що враховують вплив показників ефективності та фінансової стійкості на зміну балансової вартості капіталу, обґрунтовано значущість їх сукупного впливу;
- здійснено моделювання оптимальної структури капіталу методом екстраполяції в Excel для забезпечення зростання його вартості, що враховує зміну таких ключових показників (капітал, власний капітал, зобов'язання та забезпечення, чистий прибуток), розраховано передбачення, нижню і верхню довірчі границі з точністю до 95 %, визначено коридор відхилення;
- здійснено прогнозування структури та ефективності використання капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна».

ВИСНОВКИ

В результаті написання кваліфікаційної роботи можна зробити висновки, що представлені в роботі:

- трактування сутності поняття «капітал» є досить поширеним серед науковців, пройшло певну еволюцію серед таких наукових шкіл як меркантилісти, фізіократи, англійська класична політична економія, економічні вчення К. Маркса, неокласичний напрямок економічної теорії. Кожен з цих напрямків має право на існування, проте піддається критиці з боку інших наукових шкіл. Сучасні концептуальні підходи засновані на методи дисконтування грошових потоків, оцінки капітальних активів, арбітражного ціноутворення, теорії структури капіталу, раціональних очікувань, теорії портфеля та інших теоріях. Спектр дослідження визначається науковими інтересами, але найбільш популярною проблематикою з корпоративних фінансів є модель оцінки вартості і структури капіталу, що визначається трьома основними підходами: статистичний, динамічний та альтернативний;
- визначено методологічний інструментарій оцінки вартості та структури капіталу підприємства, систематизовано і запропоновано порядок здійснення аналізу капіталу підприємства, що в подальшому використано для оцінки капіталу об'єкта дослідження;
- здійснено аналіз фінансових показників діяльності за даними, що представлені в аудиторських висновках, визначено ключові проблеми діяльності ТОВ «Агрона Фрут Україна» та тенденції зміни сегментів бізнесу Групи AGRANA. Визначено, що структура власного капіталу і зобов'язань австрійської Групи AGRANA є досить нетиповою і відмінною від українських компаній. Особливістю Групи AGRANA є формування резервів на пенсії та виплати при звільненні, довгострокові зобов'язання формуються в середньому на 83 % за рахунок запозичень, частка яких є стабільно високою. Пріоритетними джерелами фінансування є власний капітал та поточні зобов'язання, що коливаються за досліджуваний період в межах 10 % в бік

зростання частки поточних зобов'язань. Значна частка власного капіталу у фінансуванні групи AGRANA забезпечує стратегічну гнучкість, фінансову стабільність і незалежність. Завдяки таким показникам Група AGRANA має доступ до кредитних ліній, що розширює можливості щодо фінансування розвитку компанії;

- визначено, що ТОВ «Агрона Фрут Україна» не залучає позикового капіталу, а в середньому на 70 % фінансується за рахунок власного капіталу, при цьому не має офіційної політики управління капіталом, проте при розподілі чистого прибутку він спрямовується на приріст власного капіталу за рахунок нерозподіленого прибутку, що дає можливість досягати операційних та стратегічних бізнес-потреб розвитку. Відповідно до довгострокового інвестиційного плану товариство фінансується за рахунок операційних грошових потоків. Виплата дивідендів здійснювалася лише в 2019–2020 рр. Вартість ТОВ «Агрона Фрут Україна», що визначена методом чистих активів характеризується позитивною динамікою протягом 2019–2022 рр. з 616,6 млн грн до 835,6 млн грн. Суттєвий приріст відбувся в 2021 році на 20,1 %, 2022 р. на 9,2 %. Проте, якщо вартість скорегувати на темп інфляції, то в 2022 р. спостерігається суттєве скорочення на 26,6 %, що є важливим індикатором при визначенні реальної вартості;

- запропоновано концепцію вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності, визначено, що специфіка бізнесу впливає на структуру капіталу, обґрунтовано ризики, які виникають в період кризи та війни в Україні, зокрема, ризик руйнування бізнесу, логістичних обмежень, здійснення експортних операцій, валютних операцій та інші. Мінімізації ризиків щодо здатності бізнесу забезпечувати постійне фінансування на прийнятних умовах впливає на вибір структури капіталу. Фінансування за рахунок кредитів є ризиковим та дорогим джерелом, адже містить крім номінальної ставки, комісію, страхові платежі та інші супутні витрати. Тому, політика самофінансування є виваженою з позиції як вартості капіталу, так і здатності підприємства підтримувати платоспроможність, в

тому числі за рахунок стримуючої дивідендної політики, яка передбачає повну або часткову зупинку дивідендних виплат;

- здійснено розрахунок і запропоновано кореляційно-регресійну модель впливу факторів на вартість капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна», визначено набір потенційно впливових факторів, далі в процесі оцінювання кореляційного взаємозв'язку здійснено відсіювання деяких з них, що впливали на адекватність застосування моделі. Обґрунтовано, що впливовими факторами є такі дві групи: перша – коефіцієнт незалежності, коефіцієнт оборотності активів, ROE; друга – мультиплікатор власного капіталу, коефіцієнт оборотності активів, ROA, для яких розраховані багатofакторні рівняння регресії;

- методом екстраполяції в Excel здійснено моделювання оптимальної структури капіталу для забезпечення зростання його вартості, як результат визначено прогноз ключових показників (капітал, власний капітал, зобов'язання та забезпечення, чистий прибуток), розраховано передбачення, нижню і верхню довірчі границі з точністю до 95 %, розраховано коридор відхилення зазначеного показника. За результатами прогнозування ключових показників визначена прогнозна структура капіталу ТОВ «Агрона Фрут Україна».

В цілому, потрібно зазначити про цілісність дослідження представленого в роботі, що спрямоване на розробку концепції вдосконалення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ізюмська В. Аналіз теоретичних підходів до визначення дефініції «капітал підприємства». *Економіка та суспільство*. 2022. № 35. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2022-35-35>
2. Щербань О. Д., Невдачина О. І. Теоретичні аспекти визначення сутності та структури капіталу підприємства. *Приазовський економічний вісник*. 2019. № 3(14). С. 284–289.
3. Лубкей Н. П. Теоретичні засади управління капіталом підприємства. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку*. 2019. Т. 1. №1. С. 38–45. URL: <https://science.lpnu.ua/sites/default/files/journalpaper/2019/dec/20450/management-38-45.pdf>.
4. Бабайлов В. К., Левченко Я. С. Уточнення сутності капіталу. *Проблеми і перспективи розвитку підприємництва*. 2021. №27. DOI: <https://doi.org/10.30977/PPB.2226-8820.2021.27.15>
5. Євтушевська О., Чернов К. Теоретичні аспекти власного капіталу підприємства: сутність та структура. *Food Industry Economics*. 2020. № 12(3). <https://doi.org/10.15673/fie.v12i3.1812>
6. Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності». Наказ № 73 від 07.02.2013. Редакція від 17.02.2023. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13#Text>
7. Varchenko O. M., Artimonova I. V., Holodenko N. I. Optymizacija struktury kapitalu jak instrument upravlinnja vartistju molokopererobnyh pidpryjemstv. *Ekonomika ta upravlinnja APK*. 2021. № 1. P. 111–124. DOI: 10.33245/2310-9262-2021-162-1-111-124
8. Лемішко О. О. Концептуальні основи стійкого розвитку і вартості капіталу підприємств: аналітичний огляд. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Серія «Економіка». 2016. Випуск 1 (47). С. 378–382.

9. Домбровська С. О. Стратегічні орієнтири управління структурою капіталу підприємства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2018. № 4. С. 113–119.

10. Макаренко Ю. П., Клименко Д. О. Формування оптимальної структури капіталу з метою забезпечення фінансової стійкості підприємства. *Економіка та держава*. 2022. № 1. С. 45–49. DOI: 10.32702/2306-6806.2022.1.45

11. Брюховецька Н. Ю., Іваненко Л. В. Оцінювання людського капіталу та доданої вартості підприємств: теорія та практика: монографія / НАН України, Ін-т економіки промисловості. Київ, 2020. 184 с.

12. Гончаренко А. Експлейнарний базис управління структурою капіталу підприємства. *Адаптивне управління: теорія і практика. Серія Економіка*. 2020. № 9 (18). DOI: [https://doi.org/10.33296/2707-0654-9\(18\)-15](https://doi.org/10.33296/2707-0654-9(18)-15)

13. Любка О., Філіпович Ю. Оптимальна структура капіталу на підприємствах агросектору України. *Підприємництво та інновації*. 2019. № 9. С. 152–156. DOI: 10.37320/2415-3583/9.25

14. Магдалюк О. Управлінські аспекти фінансових моделей формування та зростання вартості капіталу підприємства. *Food Industry Economics*. 2020. № 12(2). DOI: <https://doi.org/10.15673/fie.v12i2.1743>

15. Юрчишена Л. В., Карпов Д. О. Концептуальні підходи до оцінки вартості капіталу. *Економіка та управління підприємствами*. 2023. № 4.

16. Овчар О.. Теорії структури капіталу та їх вплив на ринкову вартість підприємства. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2019. Випуск 56. С. 249–257. DOI: <http://dx.doi.org/10.30970/ves.2019.56.0.3023>

17. Poncet P., Portait R. Arbitrage Pricing Theory (APT) APT Pricing Theory and Multi-factor Models Multi-factor models. In *Capital Market Finance: An Introduction to Primitive Assets, Derivatives, Portfolio Management and Risk*. Cham: Springer International Publishing. 2022. Pp. 963-990.

18. Овчар О. Теорії структури капіталу та їх вплив на ринкову вартість підприємства. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2019. С. 56.

19. Пономарьов Д. Капітал підприємства: сутність та аналіз формування і використання. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 5. С. 53–58.
20. Ross S., Westerfield R., Jaffe J., Jordan B. *Corporate Finance*, 13th Edition. 2022. 1022 p.
21. Uremadu S. O., Onyekachi O. The Impact of Capital Structure on Corporate Performance in Nigeria: A Quantitative Study of Consumer Goods Sector. *Agriculture Research & Technology Open Access Journal*. 2019. Vol. 5(4). Pp. 212–221. DOI: <http://dx.doi.org/10.32474/CIACR.2018.05.000217>
22. Abdulkareem A. M. Financial Performance of Indian Pharmaceutical Companies: Analysis of Leverage and Cost of Capital. *Journal of Advanced Research in Economics and Administrative Sciences*. 2020. №13–22. DOI: <https://doi.org/10.47631/jareas.v1i1.15>.
23. Ganiyu Y. O., Adelopo I., Samuel O. L. Capital Structure and Firm Performance in Nigeria. *African Journal of Economic Review*. 2019. Pp. 65–89. DOI: <https://www.ajol.info/index.php/ajer/article/view/182550>
24. Ibrahim M., Abdulkarim H., Muktar J., Peter Z. The impact of cost of capital on financial performance: Evidence from listed non-financial firms in Nigeria. *Global Business Management Review*. 2021. Vol. 13. Pp. 18–34. DOI: <https://doi.org/10.32890/gbmr2021.13.2.2>
25. Корж Н. В., Мартинова Л. Б. Управлінський потенціал як антецедент капіталу підприємства: трансформація та фінансування. *Економіка і організація управління*. 2020. № 4 (40). С. 285–294.
26. Cost of Capital: What It Is, Why It Matters, Formula, and Example. URL: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofcapital.asp>
27. Azofra V., Rodríguez-Sanz J. A., Velasco P. The role of macroeconomic factors in the capital structure of European firms: How influential is bank debt? *International Review of Economics and Finance*. 2020. Vol. 69. Pp. 494–514. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.06.001>.

28. Лактіонова О. А. Навчальний посібник з дисципліни «Інвестування». Донецький національний університет імені Василя Стуса. Вінниця. 2019. 256 с.
29. Фролов С. М., Дзюба В. В., Орлов В. В. Контент-аналіз теоретичних засад управління структурою капіталу. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2021. № 3(23). С. 120–129. DOI: 10.25140/2411-5215-2020-3(23)-120-129.
30. Школьник І. О., Малиш Д. О., Козьменко Є. С. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. *Бізнес Інформ*. 2018. №3. С. 315–322.
31. Мулик Т. О. Аналітичне забезпечення управління капіталом підприємств. *Економічний простір*. 2023. № 183. С. 95–103.
32. Гнатенко Є. Щодо методики аналізу власного і позикового капіталу підприємства. *Економіка та суспільство*. 2019. № 20. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2019-20-88>
33. Національні положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13#Text>
34. Лахтіонова Л. А. Загальна оцінка власного капіталу за даними проміжної фінансової звітності. *Вчені записки Таврійського національного університету імені В. І. Вернадського. Серія : Економіка і управління*. 2020. Т. 31(70). № 3(2). С. 133–139. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/UZTNU_econ_2020_31\(70\)_3\(2\)_25](http://nbuv.gov.ua/UJRN/UZTNU_econ_2020_31(70)_3(2)_25)
35. Киш Л. М. Аналіз структури капіталу та можливості її оптимізації. 9. 2017 № 2. С. 70–78.
36. Олександренко І. В., Ніколаєва А. М., Пиріг С. О. Діагностика фінансового капіталу підприємства: методичний аспект. *Бізнес Інформ*. 2018. №9 (488). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/diagnostika-finansovogo-kapitalu-pidpriemstva-metodichniy-aspekt> (дата звернення: 14.12.2023).

37. Костенюк А., Овчаренко Д. Аналіз рентабельності активів та власного капіталу компанії ERNST AND YOUNG BALTIC SIA. *Молодий вчений*. 2023. № 11 (123). DOI: [10.32839/2304-5809/2023-11-123-15](https://doi.org/10.32839/2304-5809/2023-11-123-15)
38. Юрчишена Л. В. Фінанси підприємств: навчальний посібник. Донецький національний університет імені Василя Стуса. Вінниця, 2023. 252 с.
39. AGRANA: офіційний сайт. URL: <https://www.agrana.com/>
40. Integrated Annual Report 2022|23. URL: <https://www.agrana.com/en/ir/publications/>
41. Фінансова інформація: офіційний сайт AGRANA Україна. URL: <https://ua.agrana.com/pro-nas/finansova-informacija>.
42. Щербань О. Д., Насібова О. В., Сухоруков Р. В. Методи регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства. *Економіка і держава*. 2017. №12. С. 82–88.
43. Варченко О. М., Артимонова І. В., Холоденко Н. І. Оптимізація структури капіталу як інструмент управління вартістю молокопереробних підприємств. *Економіка та управління АПК*. 2021. №1. С. 111-124.
44. Роганова Г. О., Котлярова М. А. Аналіз та оптимізація структури капіталу підприємства. *Modern Economics*. 2021. № 27(2021). С. 166-175. DOI: [https://doi.org/10.31521/modecon.V27\(2021\)-23](https://doi.org/10.31521/modecon.V27(2021)-23).
45. Дідух С. М., Федорова Т. С. Структура капіталу підприємства: теоретичні підходи та напрямки оптимізації в сучасних умовах. *Науковий журнал «Економіка і регіон»*. 2022. № 4 (87). С. 174–180. DOI: [10.26906/EiR.2022.4\(87\).2796](https://doi.org/10.26906/EiR.2022.4(87).2796)
46. Klimek D. Sustainable Enterprise Capital Management. *Economies*. 2020. Vol. 8(1). № 12. DOI: [10.3390/economies8010012](https://doi.org/10.3390/economies8010012)
47. Стрілець В. Ю. Детермінація впливу кредитного забезпечення на розвиток малого бізнесу. Фаховий науково-практичний журнал «Причорноморські економічні студії». 2018. № 36. С. 88–93.

