

**ЗВІТ
ПРО НЕЗАЛЕЖНУ ОЦІНКУ**

**пакету акцій у кількості 17 321 830 штук простих іменних акцій,
що становить 100% статутного капіталу**

ПАТ «_____»

(код ЄДРПОУ _____)

**Київ
201_**

Висновок про вартість майна

Суб'єкт оціночної діяльності ТОВ «_____», що діє на підставі договору № _____ від _____ р., на проведення оцінки простих іменних акцій ПАТ «_____», на підставі проведеного детального вивчення матеріалів, наданих замовником, розрахунків, робить висновок:

Назва об'єкта	Ринкова вартість грн., без ПДВ
Прості іменні акції у бездокументарній формі випуску, у кількості 17 321 830 штук номінальною вартістю 0,50 грн. на загальну суму 8 660 915,00 грн., що складає 100% статутного капіталу ПАТ «_____», ринкова вартість яких складає:	9 114 746,90
<i>9 114 746,90 (дев'ять мільйонів сто чотирнадцять тисяч сімсот сорок шість грн. 90 коп.) без ПДВ</i>	
Вартість однієї простої іменної акції в складі пакету акцій складає, без ПДВ: 0,5262 грн. (нуль грн. 5262 коп.)	

Оцінка проводилась стосовно емісійних цінних паперів, які не перебувають в обігу на фондових біржах, вартість яких визначена відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність.

Дата оцінки: 13.03.20__ р.

Мета оцінки: для прийняття управлінських рішень.

Вид вартості: ринкова.

Використовуваний методичний підхід: дохідний підхід.

Повне найменування товариства українською мовою: ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО

«_____».

Код ЄДРПОУ емітента: _____.

Місцезнаходження юридичної особи: 01021, м. Київ, _____.

Суб'єкт оціночної діяльності: ТОВ «_____», сертифікат суб'єкта оціночної діяльності № _____.

На дату оцінки курс НБУ становив: 1 дол. США = 26,8102 грн.

Оцінювач

(Свідоцтво про реєстрацію в Державному реєстрі оцінювачів № 2708 від 25.04.2005 року)

_____ XXXXXXXXXXXXX.

Директор ТОВ «XXXXXXXX»

_____ XXXXXXXXXXXXX

ЗМІСТ

ВИСНОВОК ПРО ВАРТІСТЬ	2
ЗМІСТ	3
1. ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ	4
1.1. Завдання на оцінку	4
1.2. Процедура оцінки	4
1.3. Основні допущення та обмежувальні умови	4
1.4. Нормативні документи та література	5
1.5. Вихідні дані для проведення оцінки	6
2. ІДЕНТИФІКАЦІЯ ОБ'ЄКТУ ОЦІНКИ	7
2.1. Загальні відомості	7
2.1.1. Загальна характеристика підприємства та його акціонерів	7
2.1.2. Опис бізнесу	7
2.2. Характеристика місцезнаходження	9
2.3. Економічні показники діяльності підприємства	10
2.4. Аналіз фінансової діяльності підприємства	10
2.5. Аналіз галузі	166
2.6. Аналіз вітчизняного ринку цінних паперів	188
3. БАЗА ОЦІНКИ	222
3.1. Основні терміни	222
3.2. Загальні положення	244
3.3. Майновий підхід	255
3.4. Дохідний підхід	266
3.5. Порівняльний підхід	277
3.6. Премії та знижки при визначенні вартості часткових інтересів	277
4.....РОЗРАХУНОК ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА ДОХІДНИМ ПІДХОДОМ	31
4.1. Основні передумови для визначення грошового потоку	31
4.2. Прогноз грошового потоку від здійснення операційної діяльності	322
4.3. Прогноз власного оборотного капіталу	322
2016.....	333
4.4. Розрахунок ставки дисконтування	344
4.5. Розрахунок вартості бізнесу дохідним підходом	41
5..... ВИНЕСЕННЯ РІШЕННЯ ПРО ВАРТІСТЬ ОБ'ЄКТА ОЦІНКИ	422
ДОДАТКИ.....	433
МАТЕРІАЛИ ЗАМОВНИКА	433

1. ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ

1.1. Завдання на оцінку

Таблиця 1.1.

Об'єкт оцінки:	Пакет акцій у кількості 17 321 830 штук простих іменних акцій, що становить 100% статутного капіталу ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXX» (код ЄДРПОУ XXXXXXXXXXXXX)
Замовник:	01021, м. Київ, XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX.
Підстава для проведення оцінки	Договір на проведення незалежної оцінки № XXXXXXXXXXXXXXX від 07.03.20XX року.
Оцінювач:	ТОВ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX» (Сертифікат суб'єкта оціночної діяльності №XXXXXXXXXXXXXXXX року)
Мета оцінки:	Визначення ринкової вартості об'єкта оцінки без урахування ПДВ: для прийняття управлінських рішень
Вид вартості:	Ринкова, не містить ПДВ
Дата оцінки:	13 березня 2017 року
Період складання звіту:	з 09 березня по 13 березня 2017 року
Курс НБУ на дату оцінки	1 USD = 26,8102 грн.

1.2. Процедура оцінки

Цей Звіт є повним звітом про оцінку, яка відповідає вимогам МСО, із застосуванням основних підходів до оцінки. Процедура оцінки включає наступні етапи:

- збір та аналіз даних про правовий статус об'єкта оцінки, його склад, технічні та інші характеристики;
- визначення правових обмежень, які можуть мати вплив на вартість об'єкта оцінки при проведенні оцінки;
- збір інформації про стан ринку стосовно об'єкта оцінки та подібного майна, аналіз економічних характеристик оцінюваного майна за умови його найбільш ефективного використання та при існуючому використанні;
- обґрунтування методичних підходів, методів та оціночних процедур;
- розрахунок вартості біологічних активів;
- оформлення звіту про оцінку майна.

На підставі аналізу вище перерахованих даних були виконані необхідні розрахунки та зроблені висновки, викладені у Звіті в тексті звіту та у вигляді універсальних таблиць.

1.3. Основні допущення та обмежувальні умови

Звіт про незалежну оцінку майна складений відповідно до нижчезазначених обмежувальних умов, що є невід'ємною складовою частиною цього Звіту:

1. Обмежувальні умови

Витяги з Звіту або сам Звіт не можуть копіюватися без письмової згоди Оцінювача. Ні весь Звіт, ані будь-яка його частина не можуть бути використані Замовником з метою, відмінною від зазначеної у Звіті, без попередньої письмової згоди Оцінювача.

Оцінювач не дає додаткових консультацій з даного Звіту і не відповідає у суді з питань, пов'язаних з об'єктом оцінки, за винятком випадків, обумовлених окремими договорами.

Оцінювач не несе відповідальність за достовірність даних, представлених замовником. Оцінювач не несе відповідальність за наявність невидимих дефектів та пошкоджень, які неможливо побачити в процесі звичайного обстеження.

Всі прогнози, виконані в Звіті, базуються на існуючій ринковій ситуації, що дійсна на дату оцінки.

Результат оцінки дійсний тільки на дату оцінки. Оцінювач не несе відповідальності за зміну економічних, юридичних та інших факторів, які можуть з'явитися після дати оцінки і вплинути на ринкову ситуацію і відповідно на вартість об'єкта оцінки.

3. Призначення даного Звіту.

Даний звіт про оцінку майна призначений виключно для замовника і не може передаватись іншим юридичним або фізичним особам без письмової згоди Замовника.

4. Відповідальність

Оцінювач впевнений, що послуги були надані ним у відповідності з існуючими стандартами. Для якісного виконання замовлення були залучені відповідні фахівці. За недостовірність висновків про вартість майна оцінювач несе цивільно-правову відповідальність відповідно до чинного законодавства України.

Замовник відповідає за точність і адекватність всієї наданої інформації.

Замовник відповідає за всі юридично значимі рішення, прийняті ним у зв'язку з даним висновком про вартість майна та Звітом про незалежну оцінку майна. Висновки про вартість майна та Звіт про оцінку майна – незалежне судження Оцінювача, яке саме по собі не породжує ніяких правових наслідків щодо об'єкта оцінки.

5. Звільнення від відповідальності

Замовник зобов'язаний звільнити від відповідальності і не завдавати Оцінювачу шкоди та за його заявою захищати його від втрат або зобов'язань, які можуть бути пред'явлені третьою стороною, якщо їх позови виникнуть від неправомірного використання результатів роботи Оцінювача, і якщо не буде встановлено в судовому порядку, що вони були наслідком омани, халатності або навмисно невірного виконання Оцінювачем своїх зобов'язань.

6. Додаткова робота

У відповідності з договором і цим Звітом про оцінку майна Оцінювач не зобов'язаний виконувати додаткову роботу, надавати офіційні свідчення або бути присутнім в суді з питань, пов'язаних з об'єктом оцінки, за умови відсутності попередньої угоди на це. Оцінювач не несе відповідальності за відновлення цієї роботи у разі будь-яких змін після надання висновків про вартість майна Замовнику.

7. Повнота досліджень

Обсяг і глибина дослідження визначається кількістю і якістю використаної інформації, а також детальністю аналізу, що був проведений при підготовці Звіту. Обсяг і глибина дослідження повинні бути достатні для обґрунтованого висновку про величину вартості об'єкта.

У відповідності до вимог Замовника, формат даної оцінки передбачав виконання роботи на основі даних наданих замовником та інформації отриманої з періодичних видань та мережі Інтернет.

1.4. Нормативні документи та література

1. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність в Україні» від 12 липня 2001 року № 2658.
2. Закон України «Про депозитарну систему України» №5178-VI від 6.07.2012 р.
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» №3480-IV від 23.02.2006 р.
4. Закон України «Про акціонерні товариства» №514-VI від 17.09.2008 р.
5. Національний стандарт № 1 «Загальні положення оцінки майна й майнових прав», затверджений Постановою КМУ №1440 від 10.09.2003 р.

6. Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», затверджений Постановою КМУ № 1655 від 29.11.2006 р.
7. Г.Б. Смірницький, А.М.Чиркін. Оцінка бізнесу: основи, інструментарій, практика. – К.: Видавництво «Арт Економі», 2013 р. – 312 с.
8. Практика оцінки №4 (31), квітень 2009 р. «Оцінка корпоративних прав. Майновий підхід».
9. Матеріали міжнародної мережі Internet.

1.5. Вихідні дані для проведення оцінки

Замовником надані наступні документи та відомості:

(наведені у додатку до звіту)

1. Статут (нова редакція) ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX»
2. Довідка з Єдиного державного реєстру підприємств та організацій №631493 від 17.05.2012р.
3. Фінансова звітність за 2014 – 2016 рр. (форма 1 – 5).
4. Дані про показники діяльності підприємства в електронному вигляді.

2. ІДЕНТИФІКАЦІЯ ОБ'ЄКТУ ОЦІНКИ

2.1. Загальні відомості

2.1.1. Загальна характеристика підприємства та його акціонерів

Об'єктом оцінки є пакет акцій у кількості 17 321 830 штук простих іменних акцій, що становить 100% статутного капіталу ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX».

В таблиці 2.1 наведена інформація про підприємство цінних паперів та про випуск цінних паперів.

Таблиця 2.1.1.

Інформація про емітента	
Скорочена назва:	ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX»
ЄДРПОУ:	XXXXXXXXXXXXXX
Юридична адреса:	01021, м. Київ, XXXXXXXXXXXXXXXXX
Зареєстрований:	Дата державної реєстрації: 18.12.1996 р. Дата запису: 01.09.2004р. Номер запису: 1 070 120 0000 001272
Інформація про випуск цінних паперів	
Вид, тип та категорія	Акції імення прості
Код ISIN	UAXXXXXXXXXXXXXX
Номінальна вартість одного цінного папера	0,50 грн.
Пакет акцій загальний	100 %
Кількість акцій загальна	17 321 830 шт.

За даними Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ) або Stock market infrastructure development agency of Ukraine (SMIDA) станом на 3 кв. 2016 р. 57,5103% статутного капіталу належить фізичній особі – громадянину України¹.

2.1.2. Опис бізнесу

Основні напрями діяльності підприємства ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX»:

- Код КВЕД 43.99 Інші спеціалізовані будівельні роботи, н. в. і. у.;
- Код КВЕД 68.20 Надання в оренду й експлуатацію власного чи орендованого нерухомого майна (основний);
- Код КВЕД 69.10 Діяльність у сфері права;
- Код КВЕД 71.12 Діяльність у сфері інжинірингу, геології та геодезії, надання послуг технічного консультування в цих сферах;
- Код КВЕД 41.10 Організація будівництва будівель.

На дату оцінки діяльність підприємства не підлягає квотуванню та не є об'єктом державної підтримки або обмежень.

У відповідному галузевому сегменті застосовуються конкурентні та ринкові механізми ціноутворення, у відповідності с Законами України «Про ціни та ціноутворення» та «Про інвестиційну діяльність» ціна на подібну продукцію вільна та регулюється лише попитом та пропозицією.

Підприємство не є монополістом на ринку, у зв'язку з чим, на дату оцінки відсутня інформація про використання санкцій за порушення антимонопольного законодавства до операторів ринку та підприємству зокрема.

По інформації Замовника рейтингова оцінка не проводилась.

Здійснення виробничої діяльності не є екологічно небезпечним .

¹ Джерело інформації: <https://smida.gov.ua/db/owners/XXXXXXXXXXXXXX>

Підприємство для ведення господарської діяльності має у розпорядженні основними фондами та оборотними засобами, а також іншими активами, вартість яких відображена в його Балансі.

Майнова структура підприємства наступна:

- *необоротні активи* - основні фонди.

Вартість необоротних активів у відповідності даним Балансу на 31.12.2016 р. складає 10 879,00 тис. грн.

Остаточна вартість основних засобів складає 1 272,00 тис. грн.

- *оборотні активи* – виробничі запаси, готова продукція, дебіторська заборгованість.

Вартість оборотних активів у відповідності з даними Балансу на 31.12.2016 р. складає 8 391,00 тис. грн.

Всього запаси складають 93,00 тис. грн.

Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи та послуги 24,00 тис. грн.

Дебіторська заборгованість за розрахунками 32,00 тис. грн.

Інша поточна дебіторська заборгованість 773,00 тис. грн.

Гроші та їх еквіваленти 7 469,00 тис. грн.

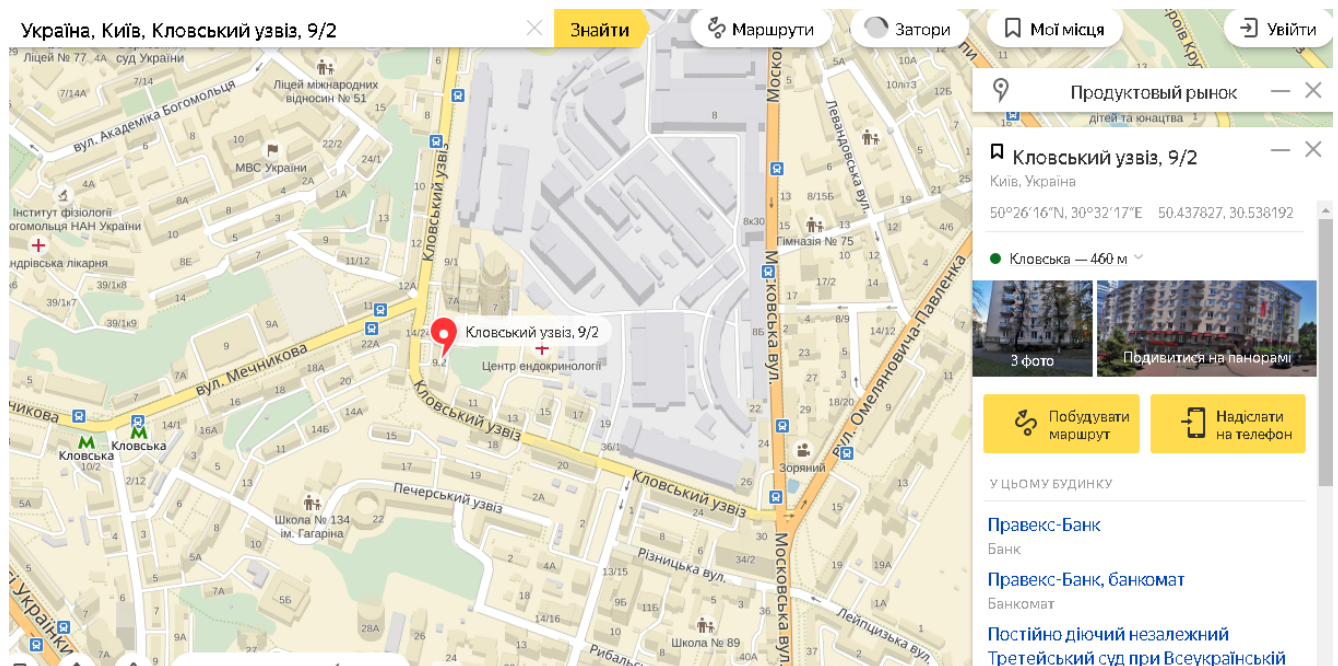
2.2. Характеристика місцезнаходження

Місцезнаходження юридичної особи: 01021, м. Київ, XXXXXXXXXXXXXXXX.

Київ — столиця України, місто-герой, одне з найбільших і найстаріших міст Європи. Розташований у середній течії Дніпра, у північній Наддніпрянщині. Політичний, соціально-економічний, транспортний та освітньо-науковий центр країни. Окрема адміністративно-територіальна одиниця у складі України і адміністративний центр Київської області. Районний центр Києво-Святошинського району. Адміністративно до складу Київської області не входить. Місце розташування центральних органів влади України, іноземних місій, штаб-квартир більшості підприємств та громадських об'єднань, що працюють в Україні.

Печерський район — найменший за територією та населенням район міста Києва, розташований у центральній частині столиці на правому березі Дніпра. На його території, окрім промислових, наукових, навчальних та культурних закладів, розташовані Адміністрація Президента України, Верховна Рада України, Кабінет Міністрів України, Національний банк України, Прокуратура України, Палац спорту, головні офіси багатьох українських банків та корпорацій. Нині в Печерському районі, що займає площу 27 км², мешкає 126,2 тисячі киян, тут діє близько 30 промислових підприємств, 28 науково-дослідних та проектних інститутів, чотири вищих навчальних заклади, вісім технікумів та профтехучилищ, 15 середніх, одна вечірня, дві спортивні школи і 17 дошкільних закладів, чотири лікарні і військовий шпиталь, п'ять поліклінік, заклади торгівлі і громадського харчування. Печерський район відзначається насиченістю культурно-мистецькими закладами: це — Український дім, Палац дітей та юнацтва, Центр культури, просвіти та дозвілля Збройних Сил України (будинок офіцерів), дев'ять державних музеїв, 21 бібліотека, 7 палаців та будинків культури, два театри і три театри-студії, 4 кінотеатри, Центральний парк культури і відпочинку, Національна філармонія, Міжнародний центр культури і мистецтв, дитяча картинна галерея і три дитячі музичні школи. Встановлено й районне свято, яке відзначається раз на два роки. Печерський район живе цікавим багатогранним життям.

До складу Печерського району входять території: Чорна гора, Верхня теличка, Саперне поле, Звіринець, Печерськ, Черепанова гора, Берестове, Клов, Бессарабка, Липки, Лавра.



2.3. Економічні показники діяльності підприємства

Інформація щодо результатів діяльності ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX» за останні 4 роки приведена в таблиці 2.3.1.

Таблиця 2.3.1.

Дані щодо доходів та витрат підприємства в 2013 – 2016 рр., тис. грн.

Показник	2013	2014	2015	2016
ДОХОДИ				
Дохід від реалізації продукції	344,0	483,0	515,0	329,0
Інші операційні доходи	2 179,0	7 309,0	9 335,0	4 172,0
ВИТРАТИ				
Собівартість наданих послуг	29,0	335,0	338,0	258,0
Адміністративні витрати	1 865,0	1 494,0	4 103,0	4 726,0
Витрати на збут	0,0	0,0	0,0	0,0
Інші операційні витрати	5 160,0	3 313,0	9 831,0	6 870,0
Елементи операційних витрат				
Матеріальні затрати	128,0	148,0	228,0	245,0
Витрати на оплату праці	856,0	864,0	893,0	1 226,0
Відрахування на соціальні заходи	306,0	307,0	330,0	270,0
Інші операційні витрати	3 658,0	1 836,0	8 215,0	4 950,0
Амортизація	203	167	165	179

Доходи підприємства протягом періоду, що аналізується нестабільні, що викликано коливаннями в економіці країни. За усною інформацією працівників в 2015 – 2016 р. відбулася стабілізація діяльності, тож в подальшому різких змін в фінансових показниках не передбачається.

Щодо витрат підприємства, то протягом 2015 – 2016 рр. їх структура залишається стабільною. Типовим для даного підприємства є значне превалювання інших операційних витрат.

2.4. Аналіз фінансової діяльності підприємства

Аналіз фінансового стану підприємства включає в себе аналіз бухгалтерських балансів та звітів про фінансові результати підприємства, що оцінюється, за минулі роки. Такий аналіз виконаний в цілях виявлення тенденцій в його діяльності та визначення основних фінансових показників. Фінансовий аналіз - це ключовий етап оцінки, так як він служить основою розуміння дійсного положення підприємства та ступеню фінансових ризиків. Результати фінансового аналізу безпосередньо впливають на прогнозування доходів та витрат підприємства; на визначення ставки дисконтування, що використовується в методі дисконтування грошового потоку.

Аналіз базується на фінансовій інформації, аудиторська перевірка якої не проводилась. В ході даних дослідів інвентаризація активів не проводилась. Даний аналіз носить обмежений характер, оскільки достатньо високі темпи інфляції за період, що аналізується, особливо різкий стрибок курсу долара затрудняє ретроспективний аналіз.

Фінансовий аналіз проводився на основі фінансових звітів ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX».

У відповідності з методичними рекомендаціями про порядок формування показників бухгалтерської звітності при аналізі показників балансу організації слід проводити порівняльну оцінку показників ліквідності (платоспроможності).

Фінансова звітність – була прийнята без її додаткової перевірки та підтвердження.

В цілях фінансового аналізу можливо використовувати велику кількість коефіцієнтів, але вибираються найбільш важливі з врахуванням цілей оцінки. Подальші співвідношення мають

найбільшу практичну цінність.

У короткостроковій перспективі критерієм оцінки фінансового стану підприємства виступає його ліквідність і платоспроможність. Термін «ліквідний» передбачає безперешкодне перетворення майна в кошти платежу. Чим менше час, необхідний для перетворення окремого виду активів, тим вища його ліквідність. Таким чином, ліквідність підприємства - це його здатність перетворити свої активи в кошти платежу для погашення короткострокових зобов'язань. Оцінку ліквідності підприємства виконують за допомогою системи фінансових коефіцієнтів, які дозволяють зіставити вартість поточних активів, що мають різний ступінь ліквідності, із сумою поточних зобов'язань.

Одиниця виміру – прийнята по бухгалтерській звітності.

Таблиця 2.4.1.

Показники оцінки структури балансу (за останній рік)

Назва коефіцієнта	Розрахункова формула	Розрахунок	Значення	Пояснення
Коефіцієнт покриття (коефіцієнт загальної ліквідності), ($K_{зл}$)	$K_{зл} = \text{Оборотні активи} / \text{Поточні зобов'язання}$ $K_{зл} = \text{р. 1195} / \text{р. 1695}$	$K_{зл} = 8\,391 / 165$	50,85	Коефіцієнт дає загальну оцінку ліквідності активів, показуючи, яка сума поточних активів підприємства припадає на одну гривню поточних зобов'язань. Якщо поточні активи перевищують за величиною поточні зобов'язання, підприємство може розглядатися як таке, що успішно функціонує. Нормальне значення – не менше 1,00
Коефіцієнт поточної ліквідності ($K_{пл}$)	$K_{пл} = (\text{Оборотні активи} - \text{запаси}) / \text{поточні зобов'язання}$ $K_{пл} = (\text{р. 1195} - \text{ср. 1100} + \text{р. 1170}) / \text{р. 1695}$	$K_{пл} = (8\,391 - 93 + 978) / 165$	56,22	Коефіцієнт поточної ліквідності - показує, яку частину поточних зобов'язань підприємство спроможне погасити за рахунок найбільш ліквідних оборотних коштів – грошових коштів та їх еквівалентів, фінансових інвестицій та дебіторської заборгованості. Цей показник показує платіжні можливості підприємства щодо погашення поточних зобов'язань за умови своєчасного здійснення розрахунків з дебіторами. Орієнтовне нижнє значення цього коефіцієнта дорівнює 1,00, нормальне значення > 2,0. Однак ця оцінка носить умовний характер. Це є високим показником за мірками більшості галузей.
Коефіцієнт абсолютної ліквідності ($K_{ал}$)	$K_{ал} = \text{Грошові активи} / \text{Поточні зобов'язання}$ $K_{ал} = \text{р. 1165} / \text{р. 1695}$	$K_{ал} = 7\,469 / 165$	45,27	Дозволяє визначити частку короткострокових зобов'язань, що підприємство може погасити найближчим часом, не чекаючи оплати дебіторської заборгованості й реалізації інших активів. Як орієнтовне наведено теоретичне значення коефіцієнта абсолютної ліквідності, яке повинне бути не меншим 0,2–0,25. Занадто високе значення показника абсолютної ліквідності свідчить про нераціональне використання фінансових ресурсів.
Чистий оборотний капітал ($Ч_{ок}$)	$Ч_{ок} = \text{Поточні активи} - \text{Поточні пасиви}$ $Ч_{ок} = \text{р. 1195} - \text{р. 1695}$	$Ч_{ок} = 8\,391 - 165$	8 226	Різниця між оборотними активами підприємства та його короткостроковими зобов'язаннями, є «фінансовою подушкою», що теоретично дає можливість підприємству погасити всі або більшу частину своїх короткострокових зобов'язань та продовжувати працювати. Рекомендовані значення: > 0. Значне перевищення чистого оборотного капіталу над оптимальною потребою свідчить про нераціональне використання ресурсів підприємства. Важливе аналітичне значення має розгляд темпів росту власного оборотного капіталу підприємства на фоні темпів інфляції.

Показники задовільної структури балансу для даного підприємства мають позитивну структуру. Організація забезпечена оборотними засобами для погашення короткострокових зобов'язань і має можливість поповнювати власні оборотні засоби із власних коштів. Підприємство розглядається як таке, що успішно функціонує.

Відносні показники фінансової звітності

Назва коефіцієнта	Розрахункова формула	Розрахунок			Значення			Пояснення
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Сума власних обігових коштів (ВОК)	В.О.К = рядок 1495 пасиву балансу + рядок 1595 пасиву балансу - рядок 1095 активу балансу	В.О.К = 21 187 – 10 843	В.О.К = 22 212 – 10 952	В.О.К = 19 105 – 10 879	10 344	11 260	8 226	Показник вказує на ту частину оборотних активів суб'єкта господарювання, що може фінансувати за рахунок своїх фінансових ресурсів. Відповідно позитивним є наявність на підприємстві суми власних обігових коштів у додатному розмірі. Динаміка підвищення обсягу показника є також позитивною.
Коефіцієнт забезпечення оборотних активів власними коштами ($K_{\text{зоа}}$)	$K_{\text{зоа}} = \text{В.О.К.} / \text{рядок 1195 активу балансу}$	$K_{\text{зоа}} = 8\ 226 / 8\ 391$			0,98			Коефіцієнт забезпечення оборотних активів власними коштами говорить про здатність підприємства фінансувати оборотні активи за рахунок власних коштів. Нормативним значенням є 0,1 та вище. У випадку нижчого значення необхідно залучати додаткові кошти для покриття розривів у платіжному календарі.
Маневреність власних обігових коштів ($K_{\text{мвок}}$)	$K_{\text{мвок}} = 1165 \text{ активу балансу} / \text{В.О.К.}$	$K_{\text{мвок}} = 7\ 469 / 8\ 226$			0,91			Маневреність власних обігових коштів вказує, яка частина власних обігових коштів перебуває у грошовій формі. Високе значення показника свідчить про здатність швидко відповідати за своїми короткостроковими зобов'язаннями за рахунок власного капіталу.
Коефіцієнт маневреності власного капіталу ($K_{\text{мвк}}$)	$K_{\text{мвк}} = \text{В.О.К.} / \text{рядок 1900 пасиву балансу}$	$K_{\text{мвк}} = 8\ 226 / 19\ 270$			0,43			Коефіцієнт маневреності власного капіталу дозволяє визначити частку власного капіталу, що спрямована на фінансування оборотних активів. Додатне значення свідчить про достатність власних фінансових ресурсів для фінансування необоротних активів та частини оборотних. Позитивною динамікою є збільшення показника, а нормативним значенням – 0,1 та вище.
Коефіцієнт фінансової стійкості ($K_{\text{фс}}$)	$K_{\text{фс}} = (\text{рядок 1495 пасиву балансу} + \text{рядок 1595 пасиву балансу}) / \text{рядок 1900 пасиву балансу}$	$K_{\text{фс}} = 19\ 105 / 19\ 270$			0,99			Коефіцієнт фінансової стійкості дозволяє вказати, яка частина активів фінансується за рахунок довгострокових джерел фінансування – власного капіталу та довгострокових позикових фінансових ресурсів. Високе значення показника свідчить про низький рівень ризику втрати платоспроможності та хороші перспективи функціонування підприємства. Зокрема банкрутство у поточному році суб'єкту господарювання не загрожує. Нормативним є значення 0,7–0,9.

Всі показники (окрім суми власних обігових коштів), розраховані на основі показників фінансової звітності за останній рік. Показники свідчать про низьку незалежність від зовнішніх джерел залучення фінансових ресурсів, низьку імовірність банкрутства, здатність швидко пристосуватися до зміни кон'юнктури ринку і т.д.

Таблиця 2.4.3.

Коефіцієнти ефективності використання необоротного капіталу та інвестиційної активності (по формам звітності)

Назва коефіцієнта	Розрахункова формула	Розрахунок		Значення		Пояснення
		2015р.	2016р.	2015р.	2016р.	
Коефіцієнт оборотності активів (K_{oa})	$K_{oa} = \text{рядок 2000 звіту про фінансові результати} / (\text{рядок 1300 активу балансу у поточному році} + \text{рядок 1300 активу балансу у попередньому році}) * 0,5$	$K_{oa} = 515 / (22\ 370 + 22\ 271) * 0,5$	$K_{oa} = 329 / (19\ 270 + 22\ 271) * 0,5$	0,023	0,016	Оборотність активів вказує на ефективність використання усіх активів підприємства. Значення показника означає суму чистого доходу, що генерує кожна гривня вкладених у підприємство коштів. Негативною тенденцією є зменшення значення коефіцієнту у динаміці.
Фондовіддача (Φ)	$\Phi = \text{рядок 2000 звіту про фінансові результати} / 0,5 * (\text{рядок 1010 активу балансу у поточному році} + \text{рядок 1010 активу балансу у попередньому році})$	$\Phi = 515 / (1\ 235 + 1\ 344) * 0,5$	$\Phi = 329 / (1\ 272 + 1\ 344) * 0,5$	0,40	0,25	Фондовіддача свідчить про ефективність використання основних засобів. Показник вказує на те, скільки послуг або товарів було надано чи виготовлено із залученням кожної гривні основних засобів. Нормативною тенденцією є висхідна динаміка показника.
Коефіцієнт оборотності обігових коштів (K_{ook})	$K_{ook} = \text{рядок 2000 звіту про фінансові результати} / (\text{рядок 1195 активу балансу у поточному році} + \text{рядок 1195 активу балансу у попередньому році}) * 0,5$	$K_{ook} = 515 / (11\ 532 + 11\ 619) * 0,5$	$K_{ook} = 329 / (8\ 391 + 11\ 619) * 0,5$	0,044	0,033	Коефіцієнт оборотності обігових коштів – цей показник вказує на те, скільки оборотів здійснили оборотні активи. Високе значення показника свідчить про інтенсивну роботу підприємства. Низхідна динаміка показника не є нормативною тенденцією.
Період обороту обігових коштів (днів), (P_{ook})	$P_{ook} = 360 / \text{Коефіцієнт оборотності обігових коштів}$	$P_{ook} = 360 / 0,044$	$P_{ook} = 360 / 0,033$	8 181,8	10 909,1	Період одного обороту запасів - вказує на те, скільки триває один оборот запасів. Позитивним є скорочення цього періоду.
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості ($K_{одз}$)	$K_{одз} = \text{рядок 2000 звіту про фінансові результати} / 0,5 * (\text{рядок 1040 активу балансу у поточному році} + \text{рядок 1040 активу балансу у попередньому році} + \text{рядок 1120 активу балансу у поточному році} + \text{рядок 1120 активу балансу у попередньому році} + \text{рядок 1125 активу балансу у поточному році} + \text{рядок 1125 активу балансу у попередньому році} + \text{рядок 1125 активу балансу у поточному році} + \text{рядок 1125 активу балансу у попередньому році})$	$K_{одз} = 515 / 0,5 * (21 + 190 + 82 + 82 + 387 + 1\ 857)$	$K_{одз} = 329 / 0,5 * (24 + 21 + 82 + 32 + 1\ 857 + 773)$	0,39	0,24	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості вказує на інтенсивність обертання заборгованості дебіторів перед підприємством. Високе значення показника свідчить про ефективну політику управління відносинами з постачальниками. Так низька сума заборгованості може свідчити, що підприємство надає комерційні кредити лише надійним клієнтам, вибудувало ефективні відносини з державними органами, оптимізувало інші сфери, в яких виникає дебіторська заборгованість. Позитивним

Назва коефіцієнта	Розрахункова формула	Розрахунок		Значення		Пояснення
		2015р.	2016р.	2015р.	2016р.	
	+ рядок 1135 активу балансу у поточному році + рядок 1135 активу балансу у попередньому році + + рядок 1130 активу балансу у поточному році + рядок 1130 активу балансу у попередньому році + + рядок 1140 активу балансу у поточному році + рядок 1140 активу балансу у попередньому році + + рядок 1145 активу балансу у поточному році + рядок 1145 активу балансу у попередньому році + + рядок 1155 активу балансу у поточному році + рядок 1155 активу балансу у попередньому році)					є підвищення значення показника.
Коефіцієнт оборотності власного капіталу (обороту), (К _{овк})	$K_{овк} = \text{рядок 2000 звіту про фінансові результати} / 0,5 * (\text{рядок 1495 пасиву балансу у поточному році} + \text{рядок 1495 пасиву балансу у попередньому році})$	$K_{овк} = 515 / 0,5 * (21\ 187 + 22\ 212)$	$K_{овк} = 329 / 0,5 * (22\ 212 + 19\ 105)$	0,024	0,016	Коефіцієнт оборотності власного капіталу вказує на ефективність використання капіталу власників та свідчить про його продуктивність. Значення показника означає суму товарів та послуг (без врахування ПДВ), що було виготовлено та вироблено на залучені кошти акціонерів. Позитивною динамікою є зростання значення коефіцієнту.

Ця група коефіцієнтів вказує на ефективність використання активів підприємства, послідовність політики управління виробничими запасами і т.д. Зменшення інтенсивності використання основних елементів активів є негативною тенденцією, адже вивільнена частина фінансових ресурсів не може бути спрямована за іншими напрямками. Загалом вивчення цієї групи показників є важливим в рамках аналізу фінансово-економічного стану підприємства. Загалом пониження оборотності елементів активів свідчить про необхідність підвищення ефективності роботи підприємства.

2.5. Аналіз галузі

За сучасних умов переходу до ринкової економіки, реформування відносин власності, структурної перебудови економіки зростає роль різних форм надання майна у тимчасове платне користування: оренди, лізингу та ін. Найбільшого поширення набула оренда. Однією з важливих передумов підвищення ефективності оренди, удосконалення управління нею та обґрунтованого прогнозування надходження орендної плати є аналіз ринку об'єктів оренди. Український ринок об'єктів оренди є досить різноманітним і масштабним. Ринок володіння на основі права користування (оренди) є доповнюючим до ринку володіння на основі абсолютного чи обмеженого права власності. З метою дослідження ринку об'єктів оренди було здійснено їх класифікацію та сегментування ринку. Класифікація об'єктів оренди за видами майна.

Відповідно до статті 5 Закону України «Про оренду державного та комунального майна» є такі групи об'єктів оренди:

- цілісні майнові комплекси підприємств, організацій, їх структурних підрозділів (цехів, дільниць, філій);
- будівлі, споруди, приміщення, об'єднані назвою «нерухоме майно»;
- інше, крім будівель, споруд і приміщень, окреме індивідуально визначене майно;
- державне й комунальне майно, що виявилось на балансах господарських товариств, створених у процесі приватизації чи корпоратизації.

Відповідно до статті 1 Закону України «Про оренду державного та комунального майна» та статті 7 Закону України «Про господарську діяльність у Збройних силах України» окремим об'єктом оренди є військове майно.

Відповідно до статті 6 Указу Президента України від 28 травня 1999 р. № 591/99 «Про особливості приватизації об'єктів незавершеного будівництва» останні також віднесені до об'єктів оренди.

З прийняттям Земельного кодексу України у грудні 1990 р. відновлено підхід до оренди як до можливої форми тимчасового користування землею. У 1998 р. прийнято Закон України «Про оренду землі». Об'єктами оренди можуть бути земельні ділянки як сільськогосподарського, так й несільськогосподарського призначення. Традиційним об'єктом оренди є житло.

Розподіл об'єктів оренди за формами власності.

На ринку оренди подано майно, яке належить до всіх форм власності. При цьому:

- переважна більшість пропозиції цілісних майнових комплексів протягом усього періоду їх дозволеної оренди надходила від комунального сектора, решта - від державного. Про це свідчить і той факт, що завдання на 1999 р. щодо надходження коштів від оренди об'єктів права комунальної власності в 3,1 раза перевищує планові надходження від оренди державного майна;
- нежитлова нерухомість, що пропонується для оренди, належить в основному до власності територіальних громад (комунальної), меншою мірою - до державної, в обмеженій кількості - до колективної недержавної власності. Такому розподілу сприяє постійна передача нерухомості з державної власності до комунальної. До приватної (індивідуальної) або колективної (кооперативної) власності громадян належать гаражі;
- житлова нерухомість (квартири) належить переважно до приватної власності громадян, набутої внаслідок приватизації житлового фонду. Здаються в оренду також котеджі, які є власністю громадян або належать до колективної недержавної власності;
- інше, крім нерухомого, окреме індивідуально визначене майно належить до всіх форм власності, але порівняно більшим поки є відношення його до державного сектора;
- переважно до державної власності належить майно, яке внаслідок заборони на його приватизацію не увійшло до статутних фондів, утворених під час приватизації й корпоратизації господарських товариств, але залишилося на їх балансах (решта належить до комунальної власності);
- військове майно належить до державної форми власності.

Ринок цілісних майнових комплексів.

З 1989 р. в Україні розпочалася оренда цілісних майнових комплексів. Пропозиція була надзвичайно широкою, оскільки за законодавством про оренду в 1992-1994 рр. практично неможливо було відмовити орендарям у праві на оренду (це й сьогодні є непростою справою, навіть у разі повної неперспективності орендних відносин з орендарем). Попит стимулювався суттєвими перевагами орендарів у процесі приватизації. Непоодинокими були випадки передачі цілісних майнових комплексів в оренду за рішеннями судів.

У 1992-1993 рр. до оренди входило кожне п'яте промислове підприємство. Проте внаслідок приватизації ринок оренди державних і комунальних підприємств суттєво скоротився. За останні три роки їх пропозицію зведено до мінімуму. При цьому міністерства й відомства, незважаючи на відповідне доручення уряду були не спроможні запропонувати жодного підприємства для передачі в оренду. Кількість чинних договорів оренди постійно скорочується (табл. 25.1). Щодо орендних підприємств, створених на комунальній власності, то їх кількість перевищує 1,7 тис. одиниць.

Ринок будівель, споруд і нежитлових приміщень.

Це найбільший сегмент загального ринку об'єктів оренди. Оскільки кількість нежитлової нерухомості об'єктивно обмежена (як і площі земельних ділянок під нову забудову) й значна її частина залишається в комунальній та державній власності, на неї є стабільний попит з боку підприємницьких структур.

Найбільш поширеною є оренда вбудовано-прибудованих приміщень у житлових будинках для використання їх під заклади торгівлі, громадського харчування, офіси. У великих і середніх містах є попит на гаражі у зв'язку із зростанням парку автомобілів (у малих містах та селищах автомобілі, звичайно, паркуються на присадибних ділянках). Є також попит на складські приміщення (переважно для обслуговування торгівлі). Існує обмежений попит і на приміщення для промислового виробництва.

До оренди пропонують, окрім нежитлових приміщень у житлових будинках, також тимчасово вільні у зв'язку зі скороченням обсягів виробництва і наукових досліджень та вивільнені з метою отримання прибутків від оренди приміщення підприємств, науково-дослідних інститутів, інших організацій та установ.

Прикладами оренди споруд є оренда частин наземних та підземних вестибюлів й переходів метрополітену, частин перонів залізничних станцій, частин вуличних підземних переходів тощо. Дозволено оренду немагістральних трубопроводів.

Ринок іншого окремого індивідуально визначеного майна.

До цієї групи майна належать машини й устаткування, транспортні засоби, меблі тощо. Це майно є типовим об'єктом лізингу. За умов скорочення обсягів промислового виробництва та тривалої інвестиційної кризи пропозиція на цьому ринку перевищує попит. До того ж частину запропонованих об'єктів становить морально й фізично зношена техніка. Про масштаби цього ринку важко робити висновки через відсутність потрібної статистичної інформації.

Ринок державного майна, що знаходиться на балансах господарських товариств.

Специфікою цієї групи об'єктів оренди є її різноманітність. До неї належать й цілісні майнові комплекси структурних підрозділів, й житлова та нежитлова нерухомість, інше майно. Відповідно до затвердженого спільним наказом Фонду державного майна України і Мінекономіки від травня 1999 р. № 908/68 Положення про управління державним майном, яке не увійшло до статутних фондів господарських товариств у процесі приватизації оренда належить до пріоритетних напрямів використання цього майна.

Проведена у 2000 році Фондом державного майна України інвентаризація 3,5 тис. господарських товариств, створених у процесі приватизації, виявила близько 12,7 тис. об'єктів, які належать до державної власності. Серед них 0,8 тис. дитячих садків, 0,5 тис. гуртожитків, 0,3 тис. баз відпочинку і профілакторіїв, 0,8 тис. клубів, палаців культури, бібліотек, спортивних споруд, більшість з яких не використовується за призначенням чи то закрито через брак коштів на утримання й може бути повністю або частково здано в оренду. Варто додати до зазначених об'єктів ще й не визначену, але значну кількість об'єктів права державної власності на балансах господарських товариств, створених у процесі корпоратизації.

2.6. Аналіз вітчизняного ринку цінних паперів.

Наведені в Таблиці 2.5.1. дані свідчать про стрімке збільшення обсягів операцій з цінними паперами в останні 5-6 років.

Нажаль, аналітичні дані Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що оприлюднюються на офіційному сайті регулятора, не містять поточної інформації за 2016 р. Тем не менш, окремі показники, що наводяться у звітності, дозволяють припускати, що стан ринку є кризовим.

Протягом 2006-2010 рр. **найбільш вагомим був сегмент ринку акцій** (37-46% загальних обсягів операцій з цінними паперами). Але у 2011 р на лідируючі позиції вийшли операції з облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Починаючи саме з цього періоду обсяги операцій з акціями скорочувались при загальному зростанні ринку ОВДП. Фактично збільшення обсягів фондових операцій досягалось за рахунок нарощування обсягів операцій саме з цими інструментами.

Сегмент акцій в останні 4 роки є достатньо скромним за місткістю (10-22 % загальних обсягів ринку). Скорочення обсягів торгів акціями у 2013 р. у грошовому виразі у 2014-2015 рр. було частково компенсований, але **активність на цьому сегменті є найменшою за останні 7 років** (найгірший показник все ж був зафіксований у 2013 р.)

Таблиця 2.5.1.

Обсяги торгів на ринку цінних паперів за видами фінансових інструментів, млрд. грн.²

Види цінних паперів	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Акції	225,65	283,54	352,82	470,73	565,21	646,7	591,86	171,1	415,5	462,28
% до загальної суми	45,80%	37,60%	39,90%	44,10%	36,80%	30,11%	23,39%	10,20%	17,82%	21,28%
Векселі	142,23	212,64	191,84	268,76	316,11	358,28	412,08	3,39		
% до загальної суми	28,90%	28,20%	21,70%	25,20%	20,60%	16,68%	16,28%	0,20%		
Державні облигації	40,85	59,86	62,49	98,99	354,12	855,55	1217,06	721,47	688,09	283,36
% до загальної суми	8,30%	7,90%	7,10%	9,30%	23,00%	39,84%	48,09%	43,02%	29,51%	13,0%
Облігації підприємств	62,38	134,73	205,21	81,13	69,5	103,7	124,89	98,87	69,92	53,77
% до загальної суми	12,7%	17,9%	23,2%	7,6%	4,5%	4,8%	4,9%	5,9%	3,0%	2,5%
Депозитні сертифікати НБУ	3,1	3,2	7,68	70,35	124,89	76,72	13,59	150,77	893,8	1233,17
% до загальної суми	0,6%	0,4%	0,9%	6,6%	8,1%	3,6%	0,5%	9,0%	38,3%	56,8%
Облігації місцевих позик	2,85	4,31	2,2	0,66	0,5	103,7	124,89	98,87	69,92	53,77
% до загальної суми	0,6%	0,6%	0,2%	0,1%	0,0%	4,8%	4,9%	5,9%	3,0%	2,5%
Інші інструменти	15,72	56,03	61,18	76,64	107,46	2,89	46,5	432,5	194,71	86,32
% до загальної суми	3,2%	7,4%	6,9%	7,2%	7,0%	0,1%	1,8%	25,8%	8,3%	4,0%
Всього	492,78	754,31	883,42	1067,26	1537,79	2147,54	2530,87	1676,97	2331,94	2172,67
У тому числі										
Частка біржового ринку у загальних обсягах операцій, %		6,49	5,5	4,5	10,72	12,99	12,44	27,69	26,59	13,35%
Частка біржового ринку фінансового інструменту у загальних обсягах операцій з відповідним фінансовим інструментом, %										
акції, %			3,35	2,88	7,87	10,78	3,65	26,25	6,26	1,13
ОВДП, %			13,68	8,26	17,19	11,59	14,69	47,94	73,92	88,27
депозитні сертифікати НБУ, %						0	0			0,71
Обсяги державних цінних паперів (ОВДП, депозитні сертифікати НБУ)	43,95	63,06	70,17	169,34	479,01	932,27	1230,65	872,24	1581,89	1516,53
У % до загальних обсягах операцій з ЦБ %	8,92%	8,36%	7,94%	15,87%	31,15%	43,41%	48,63%	52,01%	67,84%	69,80%

² У таблиці наведені аналітичні дані НКЦПФР за відповідні періоди. Окремі показники стану ринку регулятором зазвичай уточнюються, але коригування є несуттєвими та не впливають на загальну картину. До структури звітності регулятора періодично вносяться певні зміни, що не дозволяє представити загальні характеристики ринку у цілком порівнянному виді. Так, зокрема, у звітності за 2006-2011 р. представлені показники виконаних торгівцями контрактів, які декілька відрізняються від загальних обсягів торгівлі. Наприклад: загальний обсяг виконаних торгівцями контрактів у 2011 р. склав 2147,54 млн. грн., а обсяг торгів на ринку - 2171,1 млрд. грн., тобто відмінність складає близько 1 %. Але окремі невідповідності не впливають на загальну картину стану і динаміки ринку.

Суттєвою ознакою ринку, починаючи з 2010 р., є значний обсяг операцій з такими державними цінними паперами, як ОВДП та депозитні сертифікати НБУ. У 2011-2013 рр. на цей сегмент ринку приходилось 40-48 % загальних обсягів операцій, хоча у 2013 р. вже відчувалась тенденція до зменшення цікавості інвесторів до державних цінних паперів (обсяги операцій у грошовому виразі скоротились більше, ніж у 1,6 рази). У 2014-2015 рр. сегмент державних цінних паперів зріс до рівня 74-88%.

Причому слід відзначити суттєве скорочення активності на ринку ОВДП при значущому зростанні інтересу інвесторів (за 2 роки майже у 8 разів) до депозитних сертифікатів НБУ.

Наведені показники фондового ринку (як обсягів ринку у грошовому виразі, так і вподобань інвесторів що до тих чи інших інструментів) свідчать про скорочення інвестиційної активності в Україні, кризове становище ринку, безумовно, є відображенням загальної ситуації в країні, яка характеризується глибокою економічною та політичною кризою, в умовах якої відбуваються падіння обсягів промислового виробництва, скорочення ВВП, кризи платежів за зовнішніми боргами України. (Найбільшою довірою користуються депозитні сертифікати з, як правило, незначними термінами обігу).

Ще однією ознакою вітчизняного ринку цінних паперів є незначний обсяг біржового сегменту. Найбільший показник питомої ваги біржових контрактів у загальній кількості операцій за останні 8 років відзначився у 2013-2014 рр. (24-28%), у 2015 р. він знов впав до рівня 2011-2012 рр.

Єдиним сегментом ринку, який в останні роки можна назвати переважно біржовим, є ринок ОВДП (3/4 та більше загального обсягу операцій з цим інструментом).

Як зазначалось, загальні поточні показники вітчизняного фондового ринку за 2015 р. НКЦПФР на своєму сайті не оприлюднює, але показники організованого, біржового, ринку, підтверджують обґрунтованість очікувань скорочення обсягів операцій з фінансовими інструментами у 2016 р.: очевидним є скорочення обсягів біржової торгівлі майже на усіх сегментах, виключенням є депозитні сертифікати НБУ.

Важливим індикатором стану фондового ринку є індекс цінних паперів. Історично найбільш поширеним на вітчизняному ринку є індекс ПФТС (протягом декількох років ПАТ «Фондова біржа ПФТС» була найбільш потужним організатором торгів, цей організатор торгів, як показано у цьому звіті, є одним з найбільш потужних і на цей час).

Таблиця 2.5.2.

Загальні обсяги та структура виконаних біржових контрактів в Україні, млрд. грн.

Види цінних паперів	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Січень- липень 2015 р.	2015	6 міс.2016 р.
Акції, млрд. грн.	6,95	13,61	11,82	13,54	52,71	79,22	23,44	45,33	25,7	4,27	5,81	0,934
% до загальної суми	24%	39%	31%	38%	40%	33,70%	8,90%	9,60%	4,15%	2,10%	1,998%	0,85%
Облігації внутрішніх державних позик, млрд. грн.	8,51	2,77	8,55	7,88	60,86	99,12	179,13	351,33	545,8	186,17	253,32	92,86
% до загальної суми	29%	8%	23%	22%	46%	42,10 %	67,90 %	74,00 %	88,07 %	91,00%	87,12%	84,77%
Облігації підприємств, млрд. грн.	12,13	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42	26,36	49,41	32,8	6,33	13,7	3,13
% до загальної суми	42%	49%	44%	20%	5%	9,10%	10,00%	10,40%	5,29%	3,10%	4,712%	2,86%
Облігації місцевих позик	0,99	0,79	0,46	0,03	0,14	0,46	6,39	0,9	0,6	0,02	0,02	0
Інвестиційні сертифікати	0,33	0,43	0,2	7,14	7,14	11,4	3,99	6,26	4,2	1,63	2,18	0,35
Деривативи, інші цінні папери, не зазначені вище	0,14	0,18	0,12	0,05	3,73	23,82	24,37	21,4	10,6	6,26	7,03	1
Депозитні сертифікати НБУ											8,71	11,36
% до загальної суми											2,995%	10,37%
Всього	29,05	35,15	37,76	36,01	131,29	235,44	263,67	474,64	619,7	204,68	290,77	109,55

3. БАЗА ОЦІНКИ

Метою даної оцінки є визначення ринкової вартості пакету акцій у кількості 27 056 штук простих іменних акцій, що становить 100% статутного капіталу ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXX» для прийняття управлінських рішень.

Ринкова вартість об'єкта оцінки визначається відповідно з вимогами Національних стандартів № 1 та №3.

3.1. Основні терміни

Основні терміни приведені відповідно до положень оціночного законодавства України.

методичні підходи - загальні способи визначення вартості майна, які ґрунтуються на основних принципах оцінки;

метод оцінки - спосіб визначення вартості об'єкта оцінки, послідовність оціночних процедур якого дає можливість реалізувати певний методичний підхід;

оціночні процедури - дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінку;

принципи оцінки - покладені в основу методичних підходів основні правила оцінки майна, які відображають соціально-економічні фактори й закономірності формування вартості майна;

об'єкти оцінки - майно й майнові права, які підлягають оцінці. Об'єкти оцінки класифікують по різних ознаках, зокрема, об'єкти оцінки в матеріальній і нематеріальній формі, у формі цілісного майнового комплексу;

об'єкти оцінки в матеріальній формі - нерухоме майно (нерухомість) і рухоме майно;

нерухоме майно (нерухомість) - земельна ділянка без поліпшень або земельна ділянка з поліпшенням, які з нею нерозривно пов'язані, будівлі, споруди, їх частини, а також інше майно, що згідно із законодавством належить до нерухомого майна;

рухоме майно - матеріальні об'єкти, які можуть бути переміщені без заподіяння їм шкоди. До рухомого майна відноситься майно в матеріальній формі, що не є нерухомістю;

об'єкти оцінки у нематеріальній формі - об'єкти оцінки, які не існують у матеріальній формі, але дають змогу отримувати певну економічну вигоду. До об'єктів у нематеріальній формі належать фінансові інтереси (частки (паї, акції), опціони, інші цінні папери та їх похідні, векселі, дебіторська і кредиторська заборгованість тощо), а також інші майнові права;

об'єкти оцінки у формі цілісного майнового комплексу (цілісний майновий комплекс) - об'єкти, сукупність активів яких дає можливість проводити певну господарську діяльність. Цілісними майновими комплексами є підприємства, а також їхні структурні підрозділи (цехи, виробництва, дільниці і т.п.), які можуть бути виділені у встановленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу й можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності;

бізнес - певна господарська діяльність, що ведеться або планується для проведення з використанням активів цілісного майнового комплексу;

подібне майно - майно, що за своїми характеристиками та (або) властивостями подібне до об'єкта оцінки і має таку саму інвестиційну привабливість;

спеціалізоване майно - майно, що, як правило, не буває самостійним об'єктом продажу на ринку і має найбільшу корисність та цінність у складі цілісного майнового комплексу;

надлишкове майно - майно, що не використовується у господарській діяльності підприємства і максимальна цінність якого досягається внаслідок відчуження;

знос (знецінення) - втрата вартості майна порівняно з вартістю нового майна. Знос за ознаками його виникнення поділяють на фізичний, функціональний та економічний (зовнішній). Фізичний та функціональний знос може бути таким, що технічно усувається, і таким, що не усувається, або усунення його є економічно недоцільним;

фізичний знос – знос, зумовлений частковою або повною втратою первісних технічних та технологічних якостей об'єкта оцінки;

функціональний знос – знос, зумовлений частковою або повною втратою первісних функціональних (споживчих) характеристик об'єкта оцінки;

економічний (зовнішній) знос – знос, зумовлений впливом соціально-економічних, екологічних та інших факторів на об'єкт оцінки;

дата оцінки - дата (число, місяць і рік), на яку проводиться оцінка майна й визначається його вартість;

вихідні дані - документи, у яких утримуються характеристики об'єкта оцінки;

вартість - еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей;

поточна вартість - вартість, наведена у відповідність із цінами на дату оцінки шляхом дисконтування або використання фактичних цін на дату оцінки;

ціна - фактична сума грошей, сплачена за об'єкт оцінки або подібне майно;

ринкова вартість - вартість, за якої можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки при угоді, укладеної між покупцем і продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна зі сторін діяла зі знанням справи, розважливо й без примуса;

вартість заміщення - певна на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) нового об'єкта, подібного до об'єкта оцінки, що може бути йому рівноцінною заміною;

вартість відтворення - певна на дату оцінки поточна вартість витрат на створення (придбання) у сучасних умовах нового об'єкта, що є ідентичним об'єкту оцінки;

залишкова вартість заміщення (відтворення) - вартість заміщення (відтворення) об'єкта оцінки за винятком всіх видів зношування (для нерухомого майна - з урахуванням ринкової вартості земельної ділянки при його існуючому використанні (прав, пов'язаних із земельною ділянкою));

строк експозиції – строк, протягом якого об'єкт оцінки може бути виставлений для продажу на ринку з метою забезпечення його відчуження за найвищою ціною і тривалість якого залежить від співвідношення попиту та пропонування на подібне майно, кількості потенційних покупців, їх купівельної спроможності та інших факторів;

вартість ліквідації – вартість, яку очікується отримати за об'єкт оцінки, що вичерпав корисність відповідно до своїх первісних функцій;

дисконтування - визначення поточної вартості грошового потоку з урахуванням його вартості, що прогнозується на майбутнє;

ставка дисконту - коефіцієнт, що застосовується для визначення поточної вартості, виходячи із грошових потоків, які прогножуються в майбутньому, за умови їхньої зміни протягом періодів прогнозування. Ставка дисконту характеризує норму доходу на інвестований капітал і норму його повернення в послугу прогнозний період, відповідно до якої на дату оцінки покупець може інвестувати коштів у придбання об'єкта оцінки з урахуванням компенсації всіх своїх ризиків, пов'язаних з інвестуванням;

грошовий потік - сума прогнозованих або фактичних надходжень від діяльності (використання) об'єкта оцінки;

чистий операційний дохід - прогнозована сума надходжень від використання об'єкта оцінки після відрахування всіх витрат, пов'язаних з одержанням цієї суми;

вартість реверсії - вартість об'єкта оцінки, що прогнозується на період, що настає за прогнозним.

будівлі - земельні поліпшення, в яких розташовані приміщення, призначені для перебування людини, розміщення рухомого майна, збереження матеріальних цінностей, здійснення виробництва тощо;

споруди - земельні поліпшення, що не належать до будівель та приміщень, призначені для виконання спеціальних технічних функцій (дамби, тунелі, естакади, мости тощо);

передавальні пристрої - земельні поліпшення, створені для виконання спеціальних функцій з передачі енергії, речовини, сигналу, інформації тощо будь-якого походження та виду

на відстань (лінії електропередачі, трубопроводи, водопроводи, теплові та газові мережі, лінії зв'язку тощо);

об'єкти незавершеного будівництва - будівлі, споруди або передавальні пристрої, які фактично не експлуатуються внаслідок того, що перебувають у недобудованому стані;

функціональний аналог - нерухоме майно, яке за своїми функціональними (споживчими) характеристиками може бути визнане подібним майном до об'єкта оцінки;

строк економічного життя земельних поліпшень - період, протягом якого дохід, що отримується або передбачається отримати від земельних поліпшень, перевищує операційні витрати, пов'язані з отриманням цього доходу. Строк економічного життя земельних поліпшень відображає строк, протягом якого витрати на підтримання земельних поліпшень у придатному для експлуатації стані є такими, що скуповуються;

залишковий строк економічного життя земельних поліпшень – строк від дати оцінки до закінчення строку економічного життя земельних поліпшень;

фактичний вік земельних поліпшень – період від початку експлуатації земельних поліпшень до дати оцінки;

об'єкт порівняння – подібне майно, що відібране для застосування порівняльного підходу.

капітальні інвестиції – інвестиції, що спрямовуються у будівництво, виготовлення, реконструкцію, модернізацію, придбання, створення необоротних активів (включаючи необоротні матеріальні активи, призначені для заміни діючих, і устаткування для здійснення монтажу), а також авансові платежі для фінансування капітального будівництва;

номінальний грошовий потік – грошовий потік у прогностичних цінах на майбутні періоди з урахуванням прогностичного рівня інфляції;

номінальна ставка дисконту - ставка дисконту, що застосовується для визначення поточної вартості номінального грошового потоку;

робочий капітал - вартість оборотних активів цілісного майнового комплексу, що зменшена на величину його короткострокових (поточних) зобов'язань;

реальний грошовий потік - грошовий потік у цінах, фіксованих на дату оцінки, без урахування прогностичного рівня інфляції;

реальна ставка дисконту - ставка дисконту, що застосовується для визначення поточної вартості реального грошового потоку.

право контролю – повноваження, отримані згідно із законодавством або відповідною угодою, які впливають на стратегію та/або дають змогу вирішувати питання управління певним підприємством. Права контролю враховуються під час проведення оцінки шляхом застосування контрольної надбавки або контрольної знижки;

контрольна надбавка - збільшення вартості об'єкта оцінки через наявність більших прав контролю порівняно з вартістю об'єктів, які характеризуються правами контролю в меншому обсязі;

контрольна знижка - зменшення вартості об'єкта оцінки через відсутність права контролю або їх меншого обсягу порівняно з вартістю об'єктів, які характеризуються правами контролю в більшому обсязі.

мультиплікатор – коефіцієнт, що розраховується шляхом ділення ціни продажу (пропонування цілісного майнового комплексу, на відповідний фінансово-економічний або інший показник, що характеризує його діяльність.

3.2. Загальні положення

Визначення ринкової вартості об'єкта оцінки можливе із застосуванням всіх методичних підходів за наявності необхідної інформації, а саме, із застосуванням дохідного, порівняльного та майнового підходів.

Для визначення можливості застосування кожного з підходів розглянемо значення терміну «корпоративні права» в рамках діючого законодавства.

Згідно закону «Про акціонерні товариства», *«корпоративні права – сукупність майнових та немайнових прав акціонера – власника акцій, які засновані на праві власності на акції, та*

включають право на участь в управлінні акціонерним товариством, отримання дивідендів та активів акціонерного товариства у випадку його ліквідації у відповідності з законом, а також інші права, передбачені законом чи статутними документами товариства»

Згідно з НС №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», «корпоративна частка – частка (пай, акція) господарського товариства, що утворене на основі цілісного майнового комплексу».

Тобто, корпоративні права дають можливість їх власнику право власності на капітал (чи його частину) юридичної особи, включаючи:

- право на управління юридичною особою;
- право отримання відповідної долі прибутку (дивідендів) такої юридичної особи;
- право на отримання частини активів у випадку ліквідації юридичної особи.

В умовах України, оцінку корпоративних прав доцільно виконувати з використанням методичних прийомів оцінки цілісних майнових комплексів (ЦМК), ринкова вартість яких може бути співставленню з 100%-м інтересом в статутному фонді підприємства.

Відповідно до положень «Національного стандарту №1», п. 38 для проведення оцінки ЦМК використовуються такі основні методологічні підходи:

- майновий, для оцінки об'єктів у формі цілісних майнових комплексів і фінансових інтересів,
 - дохідний,
 - порівняльний.

При цьому згідно з міжнародними стандартами оцінки для виконання оцінки можуть бути використані один або декілька підходів³.

Таким чином, оцінка буде виконана в наступні етапи:

1. Визначення ринкової вартості ЦМК;
2. Узгодження отриманих в рамках застосованих методичних підходів оцінок (у випадку застосування більше одного підходу) і розрахунок пропорційної розміру оцінюваного пакету частини ринкової вартості ЦМК;
3. Коригування отриманої величини з урахуванням рівня контрольності і ліквідності оцінюваного пакета акцій та об'єкта порівняння.

3.3. Майновий підхід

Результатом майнового підходу є чиста вартість ЦВК – сукупна вартість ЦВК (сукупна вартість активів ЦВК, отримана в результаті переоцінки), зменшена на суму зобов'язань.

Майновий підхід до оцінки ЦМК може бути реалізований з використанням таких методів:

- метод вартості чистих активів;
- метод оцінки вартості ліквідації.

Метод вартості чистих активів базується на визначенні сукупної вартості активів цілісного майнового комплексу з подальшим коригуванням отриманої суми на розмір зобов'язань підприємства.

Чиста вартість цілісного майнового комплексу підприємства (НС) визначається за формулою:

$$ЧВ = (Н + О + М) - (В + Д + П),$$

де **Н** – вартість необоротних активів;

О – вартість оборотних активів;

М – вартість витрат майбутніх періодів;

В – вартість забезпечень наступних витрат і платежів;

Д – вартість довгострокових зобов'язань;

П – вартість поточних зобов'язань.

³ П. 56 Засади оцінки

Застосування майнового підходу в процесі оцінки вартості пакета акцій або частки в статутному фонді компанії має такі особливості. Майновий підхід полягає в поелементній оцінці ринкової вартості активів та зобов'язань підприємства і обумовлений розходженням результатів балансової та ринкової оцінки складових активів і пасивів підприємства. При цьому, слід враховувати, що майновий підхід відображає раніше понесені витрати на створення активу або зобов'язання і не враховує майбутніх потоків, що генеруються цими активами або зобов'язаннями.

Крім цього в практиці оцінки вартості українських підприємств існує проблема оцінки прихованих активів. До такого роду активами можна віднести, наприклад, дружні відносини з місцевою владою дозволяють суттєво економити на витратах, особисті зв'язки співробітників в ділових колах і органах влади, наявність унікальних технологій та інше.

Слід зазначити, що оцінка ринкової вартості активів підприємства, як і власного капіталу, процес дуже трудомісткий, тому потрібне детальне розкриття внутрішньої інформації по кожній статті, що, дуже часто є комерційною таємницею підприємства.

Важливо враховувати, що допускається застосування майнового підходу як основного при оцінці корпоративних прав в тому випадку, коли підприємство є новим. Під новим підприємством мається на увазі не зміна її організаційно-правової форми, а створення його з нуля. У сформованій ситуації достовірне прогнозування його майбутніх грошових потоків (у зв'язку з відсутністю ретроспективних даних) пов'язане з масою обмежувальних умов і припущень. Розроблені підприємством бізнес-плани досить часто є занадто оптимістичними, тому, спрямовані на пошук джерел зовнішнього фінансування, і тому не є підставою для достовірного прогнозування грошових потоків.

Виходячи з вище наведених міркувань, Оцінювач робить висновок про недоцільність, застосування майнового підходу в даній роботі.

3.4. Дохідний підхід

Відповідно до положень Національного стандарту №3 дохідний підхід до проведення оцінки цілісного майнового комплексу ґрунтується на застосуванні оціночних процедур переведення очікуваних доходів (чистих грошових потоків або дивідендів) у вартість цілісного майнового комплексу. Оцінка цілісного майнового комплексу проводиться з урахуванням поточного фінансового стану підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, та прогнозних показників діяльності такого майнового комплексу.

Основним методом дохідного підходу, що застосовується для проведення оцінки цілісних майнових комплексів, є метод дисконтування грошового потоку.

Застосування методу дисконтування грошового потоку передбачає такі оціночні процедури:

- вибір відповідної моделі грошового потоку;
- визначення прогнозного періоду надходжень грошового потоку;
- проведення прогнозування складових чистого грошового потоку та його розрахунку на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду;
- обґрунтування складових ставки дисконту та її визначення;
- проведення розрахунку вартості реверсії та його обґрунтування;
- визначення поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та надлишкового майна у разі його наявності в цілісному майновому комплексі;
- визначення вартості цілісного майнового комплексу як суми поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та поточної вартості надлишкового майна.

Оцінка вартості підприємства дохідним підходом передбачає концентрацію на довгострокових грошових потоках від ведення бізнесу. У цьому випадку підприємство розглядається з точки зору того, чи приносить воно дохід, що перевищує вартість залучення його капіталу, чи ні. Тобто, сутність дохідного підходу полягає в тому, що потенційний інвестор не заплатить за підприємство суму більшу, ніж поточна вартість майбутніх доходів від володіння бізнесом.

Дохідний підхід найбільш прийнятний з точки зору інвестиційних мотивів, вкладаючи кошти в діюче підприємство, в результаті набуває не набір активів, а потік майбутніх доходів, який дозволяє йому окупити вкладені кошти, отримати прибуток і підвищити добробут. Даний факт обумовлює доцільність застосування дохідного підходу в рамках цієї роботи.

3.5. Порівняльний підхід

Порівняльний підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення та попиту і пропозиції. Порівняльний підхід передбачає аналіз цін продажу та пропонування подібного майна з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння та об'єктом оцінки.

Метод, заснований на порівнянні з аналогами продажів (метод ринкових мультиплікаторів) базується на припущенні про те, що ціна акцій знаходиться в пропорційній залежності від фінансово-економічних характеристик емітента. Тоді вартість оцінюваних акцій можна визначити, маючи відомості про ціни акцій аналогічних емітентів (мається на увазі емітентів тієї ж галузі господарства), а також про основні показники даного емітента та емітентів аналогів. Розрахунок базується на формулі:

$$(Ц/П)_{\text{оцін}} = (Ц/П)_{\text{аналог}},$$

де Ц – ціна акцій;

П – показник, що характеризує діяльність підприємств.

Порівняння може проводитись як за показниками у грошовому виразі, так і за натуральними показниками.

В вітчизняній оціночній практиці найбільш часто вживаними є показники «ціна/прибуток», «ціна/виручка», «ціна/власний капітал». Як правило, для розрахунків обирається декілька аналогів.

Метод ринкових мультиплікаторів дозволяє на підставі котирувань акцій аналогічних підприємств визначити ціну акції компанії, що оцінюється. Вартість компанії, яку в даному випадку називають ринковою капіталізацією компанії, визначається шляхом множення вартості однієї акції на загальну кількість акцій, емітованих компанією. Отримана таким шляхом вартість компанії – це сумарна вартість міноритарних інтересів, оскільки в вільному обігу перебувають саме неконтрольні пакети акцій.

Відповідно до Національного стандарту № 3 "Оцінка цілісних майнових комплексів", затвердженого Постановою КМУ від 29 листопада 2006 р. N 1655 «Загальним для методів порівняльного підходу є етап формування переліку подібних цілісних майнових комплексів, що використовуватимуться як об'єкти порівняння, та збирання інформації про них. Перелік подібних цілісних майнових комплексів формується з урахуванням таких критеріїв, як належність цілісного майнового комплексу (підприємства) певній галузі, його розмір, одно- або багатопродуктовість бізнесу, ринки збуту продукції (товарів, робіт, послуг), структура активів та інвестованого капіталу, місцезнаходження та інших суттєвих критеріїв».

Оцінювачем проведено аналіз ринку продажу акцій подібних підприємств, інформація щодо правочинів з цінними паперами відсутня. Цей факт унеможлиблює використання порівняльного підходу в даній ситуації.

3.6. Премії та знижки при визначенні вартості часткових інтересів

Звичайно вартість часткових інтересів не збігається з пропорційною розміру цих інтересів часткою в вартості підприємства загалом. Причому, це характерно як для публічних акціонерних товариств, акції яких постійно знаходяться у відкритому продажі і котируються), так і для закритих компаній (акції яких мають обмежений обіг у відповідності із законодавством або установчими документами і відкрито не котируються).

До групи закритих компаній відносяться закриті (приватні) акціонерні товариства, в умовах України дуже близькі до цієї групи акціонерні товариства, акції яких не мають активного ринку (тобто формально «публічні компанії», які такими за суттю не являються).

Найбільш суттєвими елементами контролю за діяльністю підприємства з боку акціонера є:

1. право призначення менеджменту;
2. право регулювання доходів та привілеїв менеджменту;
3. право визначення стратегії підприємств у всіх сферах діяльності ;
4. право ліквідувати або реорганізувати підприємство;
5. право зареєструвати цінні папери на біржі для їх публічного котирування у відповідності з правилами лістингу⁴;
6. право регулювати дивідендні виплати;
7. право внесення змін до установчих документів;
8. право (можливість) блокувати реалізацію всіх перелічених прав іншою особою.

Ступінь контролю, який надають пакети акцій може варіювати у широкому діапазоні – від 100 %-го контролю, до повної відсутності контрольних повноважень при володінні незначною часткою в капіталі компанії. Тому контрольні знижки, пов'язані з недостатньо високою мірою контролю, відрізняються в залежності від обсягу і виду контрольних повноважень, якими володіє акціонер. Крім тих, що являються видимою стороною справи, як зазначають експерти, є і інші потенційні переваги і можливості контролю (зокрема, використання інформації, отриманої в одній компанії на користь іншої, можливість встановлення трансфертних цін у взаємовідносинах з пов'язаними сторонами тощо).

Інвестори високо оцінюють ліквідність акцій і нетерпимо відносяться до її невисокого рівня. Якщо акції неможливо негайно реалізувати, то у випадках, коли такі акції все ж продаються, на їх ціну нараховується значна знижка з вартості контрольного пакета або з вартості інших порівняних акцій, що обертаються на відкритому ринку, оскільки у таких випадках невідомо, коли і за якою ціною дані акції будуть продані.

Зазначені обставини є концептуальною основою премій і знижок, які в економічній теорії і практиці поділяються відповідно на дві основні категорії:

1. Премії і знижки, пов'язані із ступенем контролю або з його відсутністю .
2. Премії і знижки, пов'язані із ступенем ліквідності акцій.

Премія або знижка визначає розмір поправки, що вноситься з урахуванням розходжень в характеристиках, які здійснюють вплив на вартість частки, що оцінюється по відношенню до об'єкта порівняння.

Критерієм ліквідності є можливість негайно продати акції за практично точно відомою ціною і отримати готівку протягом декількох днів. Ступінь контролю визначається законодавством в залежності від загального розміру пакету.

Дисконт (знижка) на низьку ліквідність – це відображення типової різниці в вартості акцій (часток) в «закритих» і «публічних» компаніях, яка зумовлюється відсутністю активного ринку акцій «закритих» компаній і часткою в «закритих» компаніях. Переважна кількість підприємств в Україні (незалежно від юридичної форми їх організації) за стратегією їх ринкової поведінки і за об'єктивною оцінкою вірогідності реалізації інтересів в них на ринку є «закритими» компаніями.

Тобто, узагальнюючи, знижка (дисконт), обумовлений низькою ліквідністю пакету може бути обумовлена двома факторами.

По-перше. У загальному випадку таким фактором є великий розмір пакету порівняно з обсягом акцій, що доступні на відкритому ринку. По-друге, низька ліквідність може бути обумовлена закритим характером компанії, акції або корпоративні права якої взагалі не продаються на відкритому ринку. В цьому випадку низька ліквідність обумовлюється саме цими обставинами порівняно із акціями, що вільно обертаються на ринку.

⁴ В умовах України цей елемент контролю не є суттєвим.

Розмір знижки на неконтрольність

Єдиний діючий на цей час в Україні нормативний документ, що регламентує розмір знижок та надбавок, пов'язаних з обсягом оцінюваних інтересів, - Порядок визначення початкової вартості пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, що підлягають продажу на конкурсах, затверджений наказом Фонду державного майна України № 105 від 23.01.2001 р.

Зазначеним документом (зокрема, пп.3.1, 3.15, Додаток 3 до Порядку) встановлені наступні розміри коефіцієнтів властивостей оцінюваних пакетів акцій (Таблиця 3.6.1).

Таблиця 3.6.1

Розмір оцінюваного пакета акцій	Розмір коефіцієнта властивостей
До 25 % статутного капіталу включно	0,7
Від 25 % до 50 % статутного капіталу включно	0,8
Від 50 % до 75 % статутного капіталу включно	0,9
75 % статутного капіталу і більше	1,0

Слід зазначити, що вказаний документ загалом має обмежену сферу використання і призначений виключно для цілей визначення початкової вартості пакетів акцій, що приватизуються, шляхом конкурсних продажів. З огляду на це застосування встановлених ним коефіцієнтів властивостей для цілей цього звіту навряд чи можна вважати обґрунтованим.

Застосування премій та дисконтів при оцінці корпоративних прав є предметом досить широких досліджень та дискусій як у вітчизняній, так і іноземній практиці.

У оціночній практиці розвинених країн найчастіше використовуються результати статистичних досліджень та обробки інформації, зафіксованої на фондових ринках, найчастіше – на фондовому ринку США, що характеризується ліквідністю, прозорістю, значною місткістю ринку, що визначає значні обсяги статистичної інформації. Результати таких досліджень, викладені у вітчизняній літературі⁵. В. Пазірук, та, погоджуючись з ним, Г. Смирницький та А. Чиркін наводять наступні розміри знижок на властивості оцінюваних корпоративних часток⁶ (Таблиця 3.6.2.).

Таблиця 3.6.2.

Розмір оцінюваного пакета акцій у статутному капіталі	Розмір коефіцієнта властивостей
До 5 %	0,65
Від 5% до 10 %	0,71
Від 10 % до 25 % плюс 1 акція	0,74
Від 25 % до 40 % плюс 1 акція	0,77
Від 40 % до 50 % плюс 1 акція	0,80
Від 50 % до 60 % плюс 1 акція	0,94
Від 60 % до 75 % плюс 1 акція	0,96
Від 75 % до 90 % плюс 1 акція	0,98
Більше 90 %	1,0

Різні джерела, проаналізовані Оцінювачем, свідчать, що значення рівня знижки коливаються в залежності від обраної фахівцями методології та підходів до розрахунків, у часі, але загалом розмір дисконту за відсутність контролю складає 20-35 %.

Загалом, діапазон значень запропонованих зазначеними джерелами показників не суперечить рівню коефіцієнтів властивостей, рекомендованих Фондом державного майна України для визначення вартості пакетів акцій, що підлягають продажу за конкурсом (Таблиця 3.6.1).

⁵ Зокрема, Г.Б.Смирницький, А.М.Чиркін. Оцінка бізнесу: основи, інструментарій, практика.-К.: Видавництво «Арт Економі», 2013.- 312 с., с.250-283, Пазирук В.И. Оценка корпоративних прав. Имущественный поход//Практика оценки.-Киев:Издательство «Економика».-2009. № 4 (31).66 с.

⁶ У зазначених джерелах, стор. 257.

Критерієм ліквідності є можливість негайно продати акції за практично точно відомою ціною і отримати готівку протягом декількох днів.

Дисконт (знижка) на низьку ліквідність – це відображення типової різниці в вартості акцій (часток) в «закритих» і «публічних» компаніях, яка зумовлюється відсутністю активного ринка акцій «закритих» компаній і часткою в «закритих» компаніях.

Переважаюча кількість підприємств в Україні (незалежно від юридичної форми їх організації) за стратегією їх ринкової поведінки і за об'єктивною оцінкою вірогідності реалізації інтересів в них на ринку є «закритими» компаніями. До «закритих» компаній на думку Оцінювача слід віднести і ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX».

Стан ринку цінних паперів, свідчить про глибоку кризу ринку насамперед акцій. Причинами низької загальної ліквідності ринку є політична та економічна ситуація в країні.

З огляду на неможливість впевнених кількісних оцінок впливу ліквідності на цінові характеристики Оцінювач у цьому звіті коригування на ліквідність не виконує.

Для зручності викладення матеріалу та виключення повторень Оцінювач виконує розрахунки та робить висновок про вартість об'єкту оцінки в наступній послідовності.

У рамках дохідного підходу визначено вартість підприємства, тобто вартість 100%-го інтересу, та вартість оцінюваного пакету як *пропорційної частки* вартості єдиного майнового комплексу. Коригування на право контролю не проводилося.

4. РОЗРАХУНОК ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА ДОХІДНИМ ПІДХОДОМ

4.1. Основні передумови для визначення грошового потоку

В рамках дохідного підходу застосований метод дисконтування грошового потоку. Оскільки основною валютою, в якій відбувається отримання виручки та оплата витрат, пов'язаних з основною діяльністю підприємств, є українська гривня, Оцінювач припускає, що основним фактором, що робить вплив на результати діяльності, є інфляція гривні. Виходячи з цього, був побудований номінальний прогноз грошових потоків в українських гривнях.

В рамках методу дисконтування використовується модель грошового потоку з точки зору інвестованого капіталу, згідно з якою грошовий потік розраховується як:

- + річний чистий прибуток
- + амортизаційні відрахування за рік
- річний приріст власного оборотного капіталу (+ зменшення власного оборотного капіталу)
- капітальні вкладення за рік

При прогнозуванні грошових потоків Оцінювач виконував розрахунки, ґрунтуючись на таких фактах і припущеннях.

1. Прогнозний період.

Прогнозний період приймається рівний 5-ти рокам. По закінченню прогнозного періоду темпи приросту доходів стабілізуються.

Один прогнозний рік прогнозного періоду рівний 12 календарним місяцям. По закінченню прогнозного періоду розраховується термінальна вартість.

2. Політика підприємства:

- підприємство має статус юридичної особи. Припускаємо, що існуюча організаційна структура зберегтися в прогнозованому майбутньому;
- керівництво підприємством і розпорядження його активами будуть компетентна здійснюватися уповноваженими особами;
- рух грошових коштів від операційної діяльності підприємства відбувається протягом того ж року, до якого відносяться відповідні отримані доходи та понесені витрати/

3. Прогнозування динаміки цінових показників проводиться з урахуванням даних сайту www.eiu.com (The Economist Intelligence Unit).

Таблиця 4.1.1.

Показник	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth (%)	1,3	2,3	1,5	2,5	3,1	3,4
Consumer price inflation (%)	13,9	10,5	11,5	7,5	7,0	8,5
Consolidated budget balance (% of GDP)	-2,3	-3,4	-3,1	-3,4	-3,2	-2,9
Current-account balance (% of GDP)	-2,7	-2,8	-3,0	-3,8	-5,5	-6,3
Commercial banks' prime rate (av; %)	19,0	16,5	16,0	14,0	13,0	14,0
Exchange rate HRN:US\$ (av)	25,56	28,61	31,76	33,07	33,73	34,58
Exchange rate HRN:€ (av)	28,28	30,18	33,82	36,63	38,03	39,77

4. Дані, що покладені в основу розрахунку вартості підприємства дохідним підходом, приведені в розділі 2.3. даного звіту.

4.2. Прогноз грошового потоку від здійснення операційної діяльності

Прогноз доходів та витрат виконувався з урахуванням наступних припущень:

1. Прогнозування доходу від реалізації продукції та іншого доходу від операційної діяльності виконується в грошовому виразі. За базове значення прийнято показник доходу в 2016 р. Динаміка показника в прогнозному періоді враховує прогнозний індекс споживчих цін (таблиця 4.1.1.). Таким чином, оцінювач не передбачає збільшення чи зменшення обсягів виробництва продукції в натуральному виразі.
2. Структура кожної із статей витрат розрахована оцінювачем самостійно виходячи із даних щодо елементів операційних витрат.
3. Прогнозування витрат підприємства здійснюється без врахування амортизації, оскільки даний показник буде розраховано окремо.
4. Динаміка витрат в прогнозному періоді враховує прогнозний індекс споживчих цін (таблиця 4.1.1.).
5. В розрахунок прийнята сума амортизації на рівні даних 2016 р. Протягом всього прогнозного періоду оцінювач передбачає, що підприємство буде підтримувати основні засоби в поточному технічному стані за рахунок капітальних вкладень (30 % від суми амортизаційних відрахувань), відповідно передбачається стала сума амортизації на всьому горизонті прогнозування.

Таблиця 4.2.1.

Прогноз грошового потоку від здійснення операційної діяльності, тис. грн.

Показник	1 ПП	2 ПП	3 ПП	4 ПП	5 ПП	ППП
ДОХОДИ						
Дохід від реалізації продукції	461,61	561,49	603,60	645,85	700,75	760,32
Інші операційні доходи	5 823,00	6 492,65	6 979,60	7 468,17	8 102,97	8 791,72
ВИТРАТИ						
Собівартість наданих послуг	277,66	337,74	363,07	388,48	421,50	457,33
Матеріальні затрати	10,2	12,4	13,3	14,2	15,4	16,7
Витрати на оплату праці	50,9	61,9	66,5	71,2	77,2	83,8
Відрахування на соціальні заходи	11,2	13,6	14,7	15,7	17,0	18,5
Інші витрати	205,4	249,9	268,6	287,4	311,8	338,3
Адміністративні витрати	5 086,16	6 186,62	6 650,62	7 116,16	7 721,04	8 377,33
Матеріальні затрати	186,2	226,5	243,5	260,6	282,7	306,7
Витрати на оплату праці	931,9	1 133,6	1 218,6	1 303,9	1 414,7	1 535,0
Відрахування на соціальні заходи	205,2	249,6	268,4	287,2	311,6	338,0
Інші витрати	3 762,7	4 576,9	4 920,1	5 264,5	5 712,0	6 197,5
Витрати на збут	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Матеріальні затрати	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Витрати на оплату праці	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Відрахування на соціальні заходи	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Інші витрати	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прогнозні індекси						
Індекс споживчих цін	1,105	1,115	1,075	1,07	1,085	1,085

4.3. Прогноз власного оборотного капіталу

Прогноз розміру власного оборотного капіталу здійснюється шляхом прогнозування динаміки зміни дебіторської та кредиторської заборгованостей і запасів.

Розрахунок приросту/зменшення власного оборотного капіталу здійснюється на підставі прогнозів середньорічних залишків за такими статтями балансу, як:

- товарно-матеріальні запаси;
- дебіторська заборгованість;
- кредиторська заборгованість.

Прогноз динаміки розміру товарно-матеріальних запасів здійснюється з урахуванням коефіцієнта оборотності товарно-матеріальних запасів і прогнозної собівартості реалізованої продукції у відповідному році прогнозного періоду за формулою:

- ТМЗ – товарно-матеріальні запаси (без урахування поточних біологічних активів);
 – собівартість реалізованої продукції;
 - коефіцієнт оборотності товарно-матеріальних запасів.

Прогноз динаміки розміру дебіторської заборгованості здійснюється з урахуванням коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості та прогнозів щодо щорічної виручки від реалізації продукції. Формула розрахунку має такий вигляд:

- ДЗ – дебіторська заборгованість;
 – собівартість реалізованої продукції;
 - коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості.

Прогноз динаміки розміру кредиторської заборгованості здійснюється з урахуванням коефіцієнта оборотності кредиторської заборгованості і прогнозної собівартості реалізованої продукції у відповідному році прогнозного періоду за формулою:

- КЗ – кредиторська заборгованість;
 – собівартість реалізованої продукції;
 - коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості.

Розмір власного оборотного капіталу у відповідному році прогнозного періоду дорівнює сумі середніх за період залишків ТМЗ і дебіторської заборгованості за вирахуванням залишку кредиторської заборгованості.

Розрахунок коефіцієнтів оборотності виконувався оцінювачем виходячи із суми залишків запасів, дебіторської та кредиторської заборгованостей та величини чистого доходу та собівартості реалізованої продукції по підприємству.

Таблиця 4.3.1.

Розрахунок коефіцієнтів оборотності

Показник	2016
Дані балансу (середній залишок), тис. грн	
Запаси, тис. грн	87,50
Дебіторська заборгованість, тис. грн	22,50
Кредиторська заборгованість, тис. грн	0,00
Дані звіту про фінансові результати:	
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), грн	329,00
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг), грн	258,00
Коефіцієнти оборотності:	
Коефіцієнт оборотності запасів	2,949
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	14,622
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	0,000

Прогнозування динаміки власного оборотного капіталу

Показник	Дата оцінки	1 ПП	2 ПП	3 ПП	4 ПП	5 ПП	ППП
Чисті доходи від реалізації		462	561	604	646	701	760
Операційні витрати (без амортизації)		285	318	342	366	397	430
Коефіцієнти оборотності							
запасів	2,949	2,949	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95
дебіторської заборгованості	14,622	14,622	14,62	14,62	14,62	14,62	14,62
кредиторської заборгованості	0,000	0,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Середній залишок							
запасів, тис. грн.		97	108	116	124	135	146
дебіторської заборгованості, тис. грн.		32	38	41	44	48	52
кредиторської заборгованості, тис. грн.		0	0	0	0	0	0
Оборотний капітал, тис. грн.	110,00	128	146	157	168	182	198
Зміна оборотного капіталу, тис. грн.		18	18	11	11	14	16

4.4. Розрахунок ставки дисконтування

Вибір тієї чи іншої моделі ставки дисконтування визначається, перш за все, моделлю грошових потоків, використовуваної в якості бази для оцінки вартості. В цьому звіті оцінка проводиться на основі номінальних грошових потоків для інвестованого капіталу. Тому для розрахунків використовується ставка дисконтування, визначена як величина середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital Concept).

Середньозважена вартість капіталу враховує всі ризики, пов'язані з фінансуванням діяльності підприємства, як з власних джерел фінансування, так і за рахунок позикових коштів.

Середньозважена вартість капіталу розраховується за формулою:

$$WACC = Dd * Wd (1-t) + De * We ,$$

де:

WACC – середньозважена вартість капіталу;

Dd – вартість залучення позикових коштів;

Wd - частка позикових коштів;

t – ефективна податкова ставка на прибуток;

De – вартість власного капіталу;

We – частка позикового капіталу.

Для визначення вартості власного капіталу застосовується модифікована модель оцінки довгострокових активів (capital assets pricing model - CAPM), яка може бути представлена наступним чином:

$$Re = Rf + \beta * (Rm - Rf) + S1 + S2$$

Re - очікувана інвестором ставка доходу (на власний капітал);

Rf - безризикова ставка, процентна ставка за цінними паперами без ризику дефолту (таким як облігації Казначейства США);

Rm - очікувана прибутковість ринкового портфеля (використовується ринковий індекс, наприклад Standard & Poor's 500);

β - бета-коефіцієнт (чутливість дохідності активу до середньоринкової дохідності);

(Rm - Rf) - ринкова премія за ризик акціонерного капіталу (США);

S1 - премія за ризик країни (Україна в порівнянні з США);

S2 - премія за малу капіталізацію (звичайно ґрунтується на щорічних дослідженнях Ibbotson Associates);

S1, S2 представляють собою доповнення до класичної моделі CAPM, які дозволяють враховувати певні додаткові ризики.

Найбільш поширеним підходом при виконанні подібних розрахунків є використання фіксованої ставки дисконтування протягом всього прогностного періоду. Тобто, логічно було б розглядати і прогноз показників фінансових ринків та макроекономічних показників та побудувати прогноз ставки дисконту на увесь прогностний період. Але з огляду на певний оптимізм експертів щодо динаміки такого важливого економічного індикатора, як індекс інфляції, Оцінювач здійснює розрахунок ставки на кожний рік, застосовуючи при цьому ряд базових показників моделі, що використовується, як незмінні протягом періоду прогнозування.

У зв'язку з тим, що премії за ризик акціонерного капіталу базуються на показниках фондового ринку США як найбільш розвиненого і представницького з точки зору порівнянних активів, безризикова ставка і премії за ризик приймаються в доларовому еквіваленті. Надалі, ставка дисконту в доларах США конвертується в гривневу, для дисконтування грошових потоків у гривні. При цьому в розрахунку використовуються прогностні показники інфляції в США і в Україні.

Безризикова ставка

Безризикове вкладення коштів передбачає, що інвестор незалежно від економічних, політичних, соціальних та інших змін в країні отримає на вкладений капітал саме той дохід, на який він розраховував в момент інвестування коштів. До таких вкладень відносяться інвестиції в державні боргові зобов'язання. В якості безризикової ставки, як правило, використовується норма прибутковості по довгостроковим урядовим облігаціям країни з високим інвестиційним рейтингом з терміном обігу, рівним терміну життя підприємства (комплексу оцінюваних активів).

В якості адекватної безризикової ставки для цілей цього звіту використовується значення прибутковості по 10-річним казначейським облігаціям США (US Treasury Bonds) станом на дату оцінки.

Ринкова премія за ризик акціонерного капіталу

Премія за ризик акціонерного капіталу (Equity risk premium) відображає різницю в прибутковості акцій великих корпорацій і казначейських зобов'язань Уряду США. Ринкова премія являє собою додатковий дохід, який необхідно додати до безризикової ставки, щоб компенсувати інвестору додатковий ризик, пов'язаний з вкладенням в акції компанії.

В цьому звіті використовується показник, розрахований на підставі індексу Нью-Йоркської фондової біржі S & P 500, актуальний на дату оцінки. Значення показника (Implied Premium) для акціонерного капіталу на фондовому ринку США, прийнятий в розрахунках, представлений в Таблиці ⁷

Залежність премії інвестування в підприємство від її галузевої приналежності враховується за допомогою β (бета-коефіцієнта). Для розрахунків використовується безричаговий коефіцієнт бета, розрахований для компаній галузі Utility (General) (США).⁸

Отриманий коефіцієнт скоректований на цільову структуру капіталу у відповідній галузі за наступною формулою:

$$\beta_l = \beta_u * [1 + (1 - t) * (D/E)]$$

β_l - коефіцієнт бета з урахуванням структури капіталу оцінюваного підприємства;

β_u - середнє значення коефіцієнта без урахування структури капіталу компаній-аналогів;

t - гранична податкова ставка, яка використовується підприємством.

D / E - цільова структура капіталу компаній даної галузі (співвідношення позикового і власного капіталу).

⁷ За матеріалами сайту <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁸ За матеріалами сайту <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Підходи до розрахунків за періодами аналогічні тим, які прийняті при визначенні коефіцієнта β .

Премія за ризик країни

Для розрахунку премії за ризик країни ми використали дані сайту Damodaran Online, що відображають поточну ситуацію в Україні, відповідно ставка ризику країни склала 8,93 %.

Премія за малу капіталізацію

Застосування даної поправки обумовлюється тим, що при вкладеннях у невеликі компанії інвестори вимагають більшу компенсацію за ризик, ніж при вкладенні у великі компанії. Це пов'язано, насамперед, з тими перевагами, які має велика компанія: відносно більш легкий доступ до фінансових ринків при необхідності залучення додаткових ресурсів, а також більша стабільність бізнесу порівняно з малими конкурентами. Відносно невеликі фірми мають менш стійку динаміку розвитку, ніж їхні великі галузеві конкуренти.

За результатами досліджень за 2015 р.⁹, премія за малу капіталізацію для підприємств з наднизькою капіталізацією складала 3,58%.

CRSP Deciles Size Premia Study: Key Variables

Yield (Risk-free Rate)¹

Long-term (20-year) U.S. Treasury Coupon Bond Yield	2.68%
---	-------

Equity Risk Premium²

Long-horizon expected equity risk premium (historical): large company stock total returns minus long-term government bond income returns	6.90
--	------

Long-horizon expected equity risk premium (supply-side): historical equity risk premium minus price-to-earnings ratio calculated using three-year average earnings	6.03
--	------

Duff & Phelps recommended equity risk premium (conditional): The Duff & Phelps recommended ERP was developed in relation to (and should be used in conjunction with) a 4.0% "normalized" risk-free rate. ³	5.00
---	------

CRSP Deciles Size Premium⁴

Decile	Market Capitalization of Smallest Company (in millions)	Market Capitalization of Largest Company (in millions)	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
Mid-Cap 3-5	\$2,090,566	\$9,611,187	1.00%
Low-Cap 6-8	448,502	2,083,642	1.70
Micro-Cap 9-10	1,963	448,079	3.58
Breakdown of CRSP Deciles 1-10			
1-Largest	\$22,035,313	\$629,010,254	-0.36%
2	9,618,053	21,809,433	0.57
3	5,205,841	9,611,187	0.86
4	3,195,898	5,199,952	0.99
5	2,090,566	3,187,480	1.49
6	1,400,931	2,083,642	1.63
7	845,509	1,400,208	1.62
8	448,502	844,475	2.04
9	209,880	448,079	2.54
10-Smallest	1,963	209,406	5.60
Breakdown of CRSP 10th Decile			
10a	\$108,692	\$209,406	4.04%
10w	148,934	209,406	3.04
10x	108,692	148,813	5.30
10b	\$1,963	\$108,598	8.76%
10y	64,846	108,598	7.32
10z	1,963	64,747	11.79

¹As of December 31, 2015.

²See Chapter 3 for complete methodology.

³See Exhibit 3.15.

⁴See Chapter 7 for complete methodology.

Note: Examples on how these variables can be used are found in Chapter 8.

Sources of underlying data: 1.) CRSP U.S. Stock Database and CRSP U.S. Indices Database © 2016 Center for Research in Security Prices (CRSP), University of Chicago Booth School of Business. 2.) Morningstar Direct database. Used with permission. All rights reserved. Calculations performed by Duff & Phelps LLC.

⁹За матеріалами сайту <http://wenku.baidu.com/view/69843ee60975f46527d3e119.html>

Показники, використовувані при розрахунку ставки дисконтування, визначені для американських компаній, а значить, використовується валюта розрахунку - долари США. Для застосування отриманого значення ставки дисконтування до чистого грошового потоку, який номінований у гривні, необхідно перевести її в українську валюту. Для виконання цієї процедури використовується, наприклад, техніка, що припускає коригування на різницю прибутковості державних цінних паперів або техніка, що припускає коригування на різницю в інфляції, описана в спеціальній літературі. Нами для розрахунку ставки на власний капітал для грошових потоків у гривні використовується техніка, запропонована в спеціальній літературі¹⁰.

У загальному випадку (тобто, коли темпи зростання різновалютних потоків пропорційні відповідному темпу інфляції і відмінні від нуля) трансформація ставки дисконтування, вираженої в одній валюті, в ставку дисконту, вираженої в іншій валюті, може здійснюватися таким чином:

$$d_b = g_b + [(d_a - g_a) * (1 + g_b)] / (1 + g_a),$$

де

d_b - невідома ставка дисконтування для валюти b (тобто для гривні)

d_a - відоме значення ставки дисконту для потоків, виражених у валюті;

g_b - очікуваний темп зростання грошових потоків, виражених у валюті b (очікуваний рівень зростання грошових потоків у гривні приймається в розмірі прогнозного рівня інфляції гривні на рік;

g_a - очікуваний темп зростання грошових потоків виражених у валюті a (очікуваний рівень зростання грошових потоків в доларах США приймається в розмірі рівня інфляції на рік).

Показники інфляції в США і в Україні прийняті на підставі даних прогнозів іноземних експертів на найближче п'ятиріччя.

Усі показники, на шостий, після прогнозний рік, прийняті такими, що дорівнюють показникам, прийнятим для п'ятого року.

Україна¹¹:

Country forecast

Key indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth (%)	1.3	2.3	1.5	2.5	3.1	3.4
Consumer price inflation (%)	13.9	10.5	11.5	7.5	7.0	8.5
Consolidated budget balance (% of GDP)	-2.3	-3.4	-3.1	-3.4	-3.2	-2.9
Current-account balance (% of GDP)	-2.7	-2.8	-3.0	-3.8	-5.5	-6.3
Commercial banks' prime rate (av; %)	19.0	16.5	16.0	14.0	13.0	14.0
Exchange rate HRN:US\$ (av)	25.56	28.61	31.76	33.07	33.73	34.58
Exchange rate HRN:€ (av)	28.28	30.18	33.82	36.63	38.03	39.77

США¹²

¹⁰См.Ю.В. Козырь, Стоимость компании: оценка и управленческие решения. – М.: Альфа пресс, 2004

¹¹Джерело інформації :

http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=VWCountryVW3®ion_id=&country_id=980000298&rf=0

¹²Джерело інформації :

http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=VWCountryVW3®ion_id=&country_id=1530000153

Country forecast

Key indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth (%)	1.6	2.3	2.1	1.1	2.0	2.0
Consumer price inflation (av; %)	1.3	2.4	2.1	1.3	1.7	1.9
Federal government budget balance (% of GDP)	-3.2	-3.5	-3.8	-5.0	-4.8	-3.9
Current-account balance (% of GDP)	-2.6	-2.8	-2.6	-2.8	-2.8	-3.1
US\$ 3-month commercial paper rate (av; %)	0.5	1.0	1.5	0.8	0.2	0.5
Exchange rate ¥:US\$ (av)	108.8	117.0	106.2	100.5	100.2	99.9
Exchange rate US\$:€ (av)	1.11	1.06	1.07	1.11	1.13	1.15

Отримане значення вартості власного капіталу відображає ставку дисконтування у номінальному обчисленні.

Розрахунок ставки дисконту на власний капітал наведено у Таблиці 4.4.1.

Таблиця 7.6.1

		1-й рік	2-й рік	3-й рік	4-й рік	5-й рік	наступні роки	
Rf	безризикова ставка	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	на дату оцінки, припускається, що вона залишиться незмінною протягом усього прогнозного періода. US Treasury Bonds https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2017
βl	коефіцієнт бета	1,10	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	розрахунок за формулою: $\beta l = \beta u * [1 + (1 - t) * (D/E)]$
<i>βu</i>	<i>(unleveraged beta) середнє значення коефіцієнта без урахування структури капітала подібних компаній</i>	<i>0,930</i>	<i>0,930</i>	<i>0,930</i>	<i>0,930</i>	<i>0,930</i>	<i>0,930</i>	Machinery, Damodaran Online (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
<i>t</i>	<i>маржинальна податкова, що використовується компанією</i>	<i>0,18</i>	<i>0,18</i>	<i>0,18</i>	<i>0,18</i>	<i>0,18</i>	<i>0,18</i>	
<i>D/E</i>	<i>цільова структура капітала компаній галузі</i>	<i>0,217</i>	<i>0,217</i>	<i>0,217</i>	<i>0,217</i>	<i>0,217</i>	<i>0,217</i>	Machinery, Damodaran Online (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
(Rm - Rf)	ринкова премія за ризик акціонерного капітала (США)	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	показники 2017 р.. Damodaran Online (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/implpr.html)
S1	премія за ризик країни (Україна в порівнянні із США)	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	8,93%	Розраховано на підставі даних про доходність українських євробондів та казначейських зобов'язань США відповідного строку доходності
S2	премія за малу капіталізацію	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, Valuation Edition Yearbook. 2015
Re	очікувана інвестором ставка доходу (на власний капітал), %	21,63%	21,66%	21,66%	21,66%	21,66%	21,66%	розрахунок за формулою: $Re = Rf + \beta * (Rm - Rf) + S1 + S2$
da	вартість власного капіталу в доларах США	21,63%	21,66%	21,66%	21,66%	21,66%	21,66%	
gb	очікуваний темп зростання грошових потоків, виражений в гривні	10,5%	11,5%	7,5%	7,0%	8,5%	8,5%	EIU (Country forecast (Ukraine))
ga	очікуваний темп зростання грошових потоків в долл. США	2,4%	2,1%	1,3%	1,7%	1,9%	1,9%	EIU (Country forecast (USA))
Вартість власного капіталу в гривні, %		31,34%	31,25%	32,86%	29,11%	28,00%	29,54%	29,54%
Dd	Вартість позикового капіталу (Dd), %	17,20	17,20	17,20	17,20	17,20	17,20	НБУ

		1-й рік	2-й рік	3-й рік	4-й рік	5-й рік	наступні роки	
Wd	Частка позикових коштів (Wd), %	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm
De	Вартість власного капіталу (De), %	31,25	32,86	29,11	28	29,54	29,54	Розрахункове значення вартості власного капіталу в гривневому еквіваленті
We	Частка власних коштів (We), %	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm
WACC	Середньозважена вартість капіталу (WACC), % (в гривневому еквіваленті)	28,22	29,54	26,46	25,54	26,81	26,81	

4.5. Розрахунок вартості об'єкта оцінки дохідним підходом

Приведена вартість майбутніх грошових потоків підприємства була отримана як сума дисконтованої вартості грошових потоків у прогнозному періоді і постпрогнозної вартості (приведеної до дати оцінки). Дисконтування проводиться на кінець періоду.

Капітальні витрати приймаються на рівні амортизаційних відрахувань.

Вартість підприємстві в пост прогнозний період була визначена за допомогою моделі Гордона і розраховувалася за формулою:

Вартість на кінець прогнозного періоду = $CF_{Ip} / (WACC-g)$, де:

CF_{Ip} - грошовий потік для розподілу в перший період постпрогнозного періоду;

WACC - ставка дисконтування

g - коефіцієнт постійного зростання в пост прогнозний період. В даному випадку прийнятий на рівні 0.

ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXXXX» є платником податку на прибуток на загальних обставинах.

Таблиця 5.6.1.

Розрахунок вартості власного капіталу підприємства

Показник	1 ПП	2 ПП	3 ПП	4 ПП	5 ПП	ППП
Чистий дохід (виручка) від реалізації, тис. грн.	462	561	604	646	701	760
Інші операційні доходи, тис. грн.	5 823	6 493	6 980	7 468	8 103	8 792
Умовно-змінні витрати, тис. грн.	278	338	363	388	422	457
Умовно-постійні витрати, тис. грн.	5 086	6 187	6 651	7 116	7 721	8 377
Амортизація, тис. грн.	179	179	179	179	179	179
Дохід від операційної діяльності, грн.	742	351	391	430	482	538
Податок на прибуток	134	63	70	77	87	97
Чистий прибуток, грн.	608	288	320	353	395	441
Амортизація, грн.	179	179	179	179	179	179
Капітальні витрати, грн.	179	179	179	179	179	179
Зміна власного оборотного капіталу, грн.	18	18	11	11	14	16
Грошовий потік на інвестований капітал, грн.	590	270	309	342	381	426
Ставка дисконту (річна)	0,2822	0,2954	0,2646	0,2554	0,2681	0,2681
КПВ	0,8831	0,6783	0,5561	0,4511	0,3434	0,3050
ПВГП, грн.	521	183	172	154	131	
Сума поточних вартостей грошових потоків за 5 років						1 161,000
Вартість в постпрогнозному періоді (реверсія), грн.						484,557
Вартість інвестованого капіталу, грн.						1 645,557
Сума довгострокового боргу, тис. грн.						-
Грошові кошти, тис. грн.						7 469,000
Вартість власного капіталу, тис. грн.						9 114,557
Кількість акцій, шт.						17 321 830,0
Ринкова вартість 1 акції, грн.						0,5262

Ринкова вартість об'єкта оцінки, визначена в рамках дохідного підходу, станом на 13.03.2017 р.

9 114 746,90 грн. без ПДВ

5. ВИНЕСЕННЯ РІШЕННЯ ПРО ВАРТІСТЬ ОБ'ЄКТА ОЦІНКИ

В даному звіті використано дохідний підхід, в рамках якого проведено розрахунок підприємства в цілому, що відповідає 100 % власного капіталу підприємства.

Дохідний підхід виконаний за базового припущення, що підприємство буде продовжувати свою діяльність протягом прогнозного періоду. За базові показники для прогнозування прийнято результати діяльності в 2016 р.

Вартість власного капіталу склала **9 114 746,90** грн., вартість 1 акції 0,5262 грн.

Таким чином, ймовірна ринкова вартість пакету акцій у кількості 17 321 830 штук простих іменних акцій, що становить 100% статутного капіталу ПАТ «XXXXXXXXXXXXXXXX» (код ЄДРПОУ XXXXXXXXXXXXX) станом на 13.03.2017 р. складає:

**9 114 746,90 (дев'ять мільйонів сто чотирнадцять тисяч сімсот сорок шість грн. 90 коп.)
без ПДВ**

ДОДАТКИ

МАТЕРІАЛИ ЗАМОВНИКА