

**ВИКОРИСТАННЯ МЕТОДІВ ОЦІНКИ БІЗНЕСУ НА ПРИКЛАДІ
ПАТ «ЦЕНТРЕНЕРГО»**

Кононова Катерина Юріївна
доктор економічних наук, професор

e-mail: kateryna.kononova@karazin.ua

ORCID ID: 0000-0001-6990-5746

Калашніков Степан Костянтинівич
студент магістратури

e-mail: stepan.kalashnikov.04@gmail.com

Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна

пл. Свободи, 4, Харків, 61022, Україна

Стаття присвячена розгляду особливостей використання підходів оцінки бізнесу на прикладі ПАТ «Центрэнерго». У ході дослідження обґрунтовано вибір об'єкта дослідження, був проведений опис підходів та методів оцінки вартості бізнесу та розглянуто особливості використання витратного, порівняльного та дохідного підходів на прикладі досліджуваної компанії. За результатами проведеного дослідження визначено ринкову вартість ПАТ «Центрэнерго». В якості об'єкта дослідження обрано ПАТ «Центрэнерго», оскільки, по-перше, компанія є одним з найбільших державних підприємств електроенергетичної галузі країни у формі публічного акціонерного товариства. По-друге, компанія була затверджена в перелік об'єктів великої приватизації державної власності в Україні, тому оцінка вартості бізнесу є актуальною темою для ПАТ «Центрэнерго». Здійснено оцінку вартості підприємства витратним підходом, методом чистих активів та зроблені об'єктивні коригування наявних активів та пасивів підприємства. Розраховано вартість компанії порівняльним підходом, методом угод. Проведено пошук та обґрунтовано вибір компаній-аналогів. Підібрано відповідні мультиплікатори та на основі їх розраховані значення для кожного підприємства-аналога. В результаті виконаних розрахунків отримано вартість підприємства. В рамках дохідного підходу оцінка вартості здійснена методом дисконтування грошових потоків. Підібрано та обґрунтовано вибір моделі грошового потоку та прогностичного періоду надходжень. Обґрунтовано складові ставки дисконту та її визначення. Визначено поточну вартість чистих грошових потоків і реверсії. Розраховано вартість бізнесу, як суми поточної вартості чистих грошових потоків і реверсії. За результатами проведеного дослідження встановлено вартість компанії за трьома підходами оцінки бізнесу. Остаточна величина вартості ПАТ «Центрэнерго» була розрахована в результаті застосування методу узгодження результатів. У розрахунках були використані всі раніше отримані вартості, та призначені питомі ваги, в результаті була розрахована підсумкова вартість досліджуваної компанії.

Ключові слова: оцінка бізнесу, витратний підхід, порівняльний підхід, доходний підхід, метод чистих активів, метод угод, дисконтування грошових потоків.

JEL Classification: G12; G17; G34.

**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА НА ПРИМЕРЕ
ПАО «ЦЕНТРЭНЕРГО»**

Кононова Екатерина Юрьевна
доктор экономических наук, профессор

e-mail: kateryna.kononova@karazin.ua

ORCID ID: 0000-0001-6990-5746

Калашников Степан Константинович
студент магистратуры

e-mail: stepan.kalashnikov.04@gmail.com

Харьковский национальный университет имени В. Н. Каразина

пл. Свободы, 4, Харьков, 61022, Украина

Статья посвящена рассмотрению особенностей использования подходов оценки бизнеса на примере ПАО «Центрэнерго». В ходе исследования обоснован выбор объекта исследования, было проведено описание подходов и методов оценки стоимости бизнеса и рассмотрены осо-

бенности использования затратного, сравнительного и доходного подходов на примере исследуемой компании. По результатам проведенного исследования определена рыночная стоимость ПАО «Центрэнерго». В качестве объекта исследования выбран ПАО «Центрэнерго», поскольку, во-первых, компания является одним из крупнейших государственных предприятий электроэнергетической отрасли страны в форме публичного акционерного общества. Во-вторых, компания была утверждена в перечень объектов большой приватизации государственных активов, поэтому оценка стоимости бизнеса является актуальной темой для ПАО «Центрэнерго». Осуществлена оценка стоимости предприятия затратным подходом, методом чистых активов и сделаны объективные корректировки имеющихся активов и пассивов предприятия. Рассчитана стоимость компании сравнительным подходом, сравнительных продаж. Проведен поиск и обоснован выбор компаний-аналогов. Подобраны соответствующие мультипликаторы и на их основе рассчитаны значения для каждого предприятия-аналога. В результате выполненных расчетов получена стоимость предприятия. В рамках доходного подхода оценка стоимости осуществлена методом дисконтирования денежных потоков. Подбран и обоснован выбор модели денежного потока и прогнозного периода поступлений. Обоснованы составляющие ставки дисконта и ее определение. Определена текущая стоимость чистых денежных потоков и реверсии. Рассчитана стоимость бизнеса как суммы текущей стоимости чистых денежных потоков и реверсии. По результатам проведенного исследования установлена стоимость компании по трем подходами оценки бизнеса. Окончательная величина стоимости ПАО «Центрэнерго» была рассчитана в результате применения метода согласования результатов. В расчетах были использованы все ранее полученные стоимости, и назначены удельные веса, в результате была рассчитана итоговая стоимость исследуемой компании.

Ключевые слова: оценка бизнеса, затратный подход, сравнительный подход, доходный подход, метод чистых активов, метод сделок, дисконтирования денежных потоков.

JEL Classification: G12; G17; G34.

THE USE OF VALUATION METHODS ON THE EXAMPLE OF PJSC "CENTRENERGO"

Kateryna Kononova

D. Sc. (Economics), Professor

e-mail: kateryna.kononova@karazin.ua

ORCID ID: 0000-0001-6990-5746

Stepan Kalashnikov

Undergraduate Student

e-mail: stepan.kalashnikov.04@gmail.com

V.N. Karazin Kharkiv National University

4, Svobody Sq., 61022, Kharkiv, Ukraine

The article is devoted to the consideration of specific approaches to the valuation of business on the example of PJSC "Centerenergo". In the course of study, the choice of the object of research was justified, a description of approaches and methods for assessing the value of a business was carried out, the features of using the costly, comparative, and profitable approaches using the example of the company under study were considered. According to the research of the study, the market value of PJSC "Centrenergo" was determined. PJSC "Centrenergo" was chosen as the object of the study, since firstly, the company is one of the largest state-owned enterprises of the country's electric power industry in the form of a public joint-stock company. Secondly, the company was approved in the list of objects of large privatization of state assets; therefore, the assessment of business value is an urgent topic for PJSC "Centrenergo". The assessment of the value of the enterprise was carried out using the cost approach, the method of net assets, and adjustments were made to the existing assets and liabilities of the enterprise. The cost of the company was calculated using a comparative approach, comparative sales. A search was carried out and the choice of analogous companies was substantiated. The corresponding multipliers were selected and, on their basis, the values for each analog enterprise were calculated. Because of the calculations performed, the value of the enterprise was obtained. Within the framework of the income approach, the value was estimated using discounted cash flows. The choice of the cash flow model and the forecast period of receipts was selected and justified. The constituents of the discount rate and its definition have been substantiated. The present value of the net cash flows and reversals is determined. The business value was calculated as the sum of the present value of net cash flows and reversion. Based on the results of the study, the value of the company was established by three approaches to business valuation. The final value of the cost of Centrenergo PJSC was calculated as a result of

applying the results matching method. In the calculations, all previously obtained values were used and specific weights were assigned, as a result, the final cost of the surveyed company was calculated.

Keywords: Business Valuation, Cost Approach, Comparative Approach, Income Approach, Net Asset Method, Method of Agreement, Discounted Cash Flow.

JEL Classification: G12; G17; G34.

Вступ. Сьогодні продовжується приватизація державних активів, тому тема оцінки бізнесу та активів не втрачає актуальності. Питання про те, скільки може коштувати окремих бізнес або його частина, набирає обертів в українських реаліях. Цьому сприяв розвиток ринку капіталу в процесі становлення ринкових відносин в Україні. Оцінка ринкової вартості бізнесу або його активів необхідна не тільки в рамках угод купівлі-продажу або при визначенні заставної вартості майна, а й для прийняття стратегічних управлінських рішень, а також для підготовки управлінської звітності відповідно до вимог міжнародного інвестиційного співтовариства.

В українських реаліях визначення ринкової вартості ускладнюється низкою факторів. Труднощі при побудові довгострокових макроекономічних та галузевих прогнозів, обмеженість інструментів українського фондового ринку, відносно невелика кількість угод злиття та поглинання (M&A), незначний обсяг публічної загальнодоступної фінансової інформації про компанії призводять до спотворення результатів оцінки.

Мета роботи полягає в проведенні оцінки бізнесу ПАТ «Центрэнерго», використовуючи відповідні підходи та методи оцінки бізнесу для отримання ринкової вартості компанії.

Для реалізації поставленої мети були сформульовані наступні завдання:

- 1) ознайомитися з поняттям вартості бізнесу;
- 2) розглянути класичні підходи оцінки вартості бізнесу;
- 3) провести оглядову характеристику підприємства;
- 4) здійснити оцінку вартості бізнесу ПАТ «Центрэнерго» з використанням розглянутих методів;
- 5) погодити результати оцінки та отримати ринкову вартість підприємства.

Об'єктом дослідження є вартість публічного акціонерного товариства «Центрэнерго» (далі ПАТ «Центрэнерго»).

Предметом дослідження є класичні підходи до оцінки вартості бізнесу.

Огляд літератури. Проблематикою оцінки вартості бізнесу займалися як зарубіжні, так і вітчизняні науковці. Я. І. Маркус, В. М. Пазірук, А. Б. Огаджанян та ін. (2002) відзначають, що оцінка бізнесу передбачає визначення вартості підприємства (бізнесу) за допомогою сукупності підходів, методів та

оціночних процедур, які спрямовані на визначення вартості розглянутого об'єкта. Повинна бути обґрунтована методологія визначення підходу оцінки, проведення розрахунків та оформлення загальних результатів.

С. І. Гріцуленко (2014) в своєму визначенні спирається на визначення вартості з урахуванням реального та потенційного доходу, який бізнес може генерувати в процесі своєї господарської діяльності. Також С. І. Гріцуленко звертає увагу на умови, в яких здійснюється оціночна діяльність, оскільки в залежності від розвиненості ринку, ціна може варіюватися як в більшу, так і в меншу сторону.

Я. П. Квач, Н. В. Сментина, В. О. Улибіна, А. В. Андрейченко (2013) підкреслюють, що бізнес – це майновий комплекс, який може генерувати прибуток своєму власнику.

У визначенні І. А. Бланк говорить про те, що оцінка вартості підприємства – це сукупність дій оцінювача, який використовує відповідні підходи та методи оцінки в залежності від конкретного об'єкта дослідження з метою отримання вартості об'єкта (Бланк, 2007).

М. В. Корягін визначає, що оцінка дозволяє генерувати обліково-аналітичну інформацію про фактори, які впливають на генерацію або руйнування вартості об'єкту оцінки (Корягін, 2012).

Таким чином, ми можемо сформулювати, що оцінка бізнесу – це процес, спрямований на встановлення грошової вартості об'єкта оцінки, за допомогою сукупності підходів, методів та оціночних процедур, з урахуванням реального та потенційного доходу, який бізнес може генерувати в процесі своєї господарської діяльності в умовах конкретного ринку.

Методологія дослідження. Для визначення ринкової вартості об'єкта оцінки використовується три підходи: дохідний, порівняльний та витратний.

Витратний підхід передбачає аналіз бізнесу як майнового комплексу, який використовується для здійснення підприємницької діяльності. Підхід заснований на визначенні вартості об'єкта оцінки в залежності від витрат на відтворення та заміщення активів і зобов'язань бізнесу. Під відтворенням витрат розуміються ті витрати, які потрібні для створення точної копії об'єкта оцінки. А під витратами на заміщення об'єкта оцінки – такі витрати, які необхідні при розробці аналога, із застосуванням аналогічних матеріалів та технологій (Про оцінку майна, майнових

прав, 2001).

Основними методами витратного підходу є: метод чистих активів і метод ліквідаційної вартості.

Метод чистих активів зводиться до детального аналізу та коригування всіх балансових статей підприємства, бо бізнес нечасто відображає реальну ринкову вартість своїх активів та зобов'язань. Суть коригування полягає в приведенні активів до ринковою вартості та переоцінці поточної вартості зобов'язань підприємства. Вартість оцінюваного об'єкта розраховується як різниця між сумою ринкової вартості всіх активів та поточною вартістю зобов'язань підприємства (Корягін, 2012).

Метод ліквідаційної вартості методу полягає у визначенні різниці між вартістю майна та витратами на їх ліквідацію. Метод застосовується для оцінки підприємств, які на дату оцінки не функціонують або знаходяться в процесі ліквідації (Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», 2003).

Порівняльний (ринковий) підхід заснований на припущенні, що найбільша вартість бізнесу визначається за найменшою ціною, яку може дати покупець (інвестор) за аналогічне підприємство. Ідея методу полягає в знаходженні підприємств-аналогів, в яких вже відома або ціна акцій, або ціна угоди при придбанні підприємства (Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», 2006).

Порівняльний підхід реалізується за допомогою трьох методів оцінки: ринку капіталу, угод та галузевих коефіцієнтів.

Метод ринку капіталу використовується для розрахунку ціни на неконтрольний пакет акцій компанії. В методі базою оцінки є ціна за одну акцію акціонерного товариства.

Метод угод полягає у визначенні вартості оцінюваного бізнесу шляхом порівняння його з аналогічними бізнесами, але по яких є дані про ціну пакета акцій або підприємства в цілому.

Метод галузевих коефіцієнтів полягає у визначенні орієнтовної вартості підприємства з використанням співвідношень, або показників, заснованих на даних про продажі компаній по галузям, що відображають їх конкретну специфіку.

Найбільш поширеними в цій категорії є мультиплікатори, засновані на обсязі виробленої за період продукції та розмірі виробничих потужностей підприємства (Смирницький & Чиркин, 2013).

При використанні **дохідного підходу** вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу.

Застосовуючи дохідний підхід, враховується сума майбутніх доходів, момент отримання цих доходів та тривалість їх отримання. Значення вартості, яка визначена методами дохідного підходу, як правило, відображає ринкову вартість повного контрольного інтересу оцінюваної компанії.

В рамках дохідного підходу фахівцями виділяються два методи: метод дисконтування грошових потоків і метод капіталізації доходів.

Метод дисконтування грошових потоків полягає у визначенні вартості бізнесу через підсумовування перерахованих на поточний момент майбутніх грошових потоків.

Метод дисконтування грошових потоків може бути застосовний для визначення вартості будь-якого підприємства. Однак найбільш точну оцінку він дає, якщо розрахунки проводяться для підприємств з позитивною історією господарської діяльності, які до того ж, знаходяться на стадії стабільного економічного розвитку (Смирницький & Чиркин, 2013).

Оцінка методом капіталізації доходу виконується за умови дотримання припущень про те, що доходи бізнесу будуть постійні, а терміни їх отримання – невизначено тривалі. Застосування даного методу допустимо при оцінці підприємств, які мають прибуткову історію та стабільність в здійсненні господарської діяльності (Damodaran, 2007).

Основні результати. ПАТ «Центрэнерго» є одним з найбільших державних підприємств електроенергетичної галузі країни у формі публічного акціонерного товариства. Основними видами діяльності ПАТ «Центрэнерго» є виробництво електричної та теплової енергії. Електроенергія поставляється на оптовий ринок електричної енергії України, а тепла забезпечує опалення прилеглих населених пунктів, біля яких знаходяться теплоелектростанції компанії. Сукупний обсяг виробленої електроенергії ПАТ «Центрэнерго» становить близько 8 % від загальнодержавного рівня (Про компанію ПАТ «Центрэнерго», n.d.).

В 2019 році згідно з розпорядження КМУ «Про затвердження переліку об'єктів великої приватизації державної власності» компанія була затверджена в перелік об'єктів великої приватизації державної власності, тому оцінка вартості компанії є актуальною темою для ПАТ «Центрэнерго» (Наказ Фонду державного майна України, 2019).

Торгівля цінними паперами компанії здійснюється на біржовому та позабіржовому фондовому ринку України. Інформацію щодо котирування акцій компанії можна використовувати для побудови моделей оцінки компанії.

Розрахунок вартості ПАТ «Центрэнерго» з

використанням витратного підходу здійснювався за допомогою методу чистих активів. Метод ліквідаційної вартості не підходить для розрахунку вартості досліджуваного об'єкта, головною причиною через те, що підприємство функціонує та не перебуває в процесі ліквідації на дату оцінки.

Визначення вартості компанії проводилось на підставі даних бухгалтерського балансу на дату останньої річної звітності, а саме на 31.12.2019 р. Річна звітність була взята з причини того, що в документі є розшифровки кожної статті балансу, тим самим ми можемо зробити об'єктивні коригування наявних активів та пасивів підприємства.

Оскільки балансова вартість враховує знос різних видів (моральний та фізичний), розрахунок вартості основних засобів, незавершених капітальних інвестицій, а також нематеріальних активів підприємства проводився без коригування.

Відстрочені податкові активи ми не враховували, оскільки цей рядок існує в балансі з єдиною формальною метою: нівелювати різницю правил податкового та бухгалтерського обліку таким чином, щоб в балансі були врівноважені підсумкові суми за активами та пасивами.

Виробничі запаси оцінювалися за поточною вартістю з урахуванням їх ліквідності та витрат на транспортування та складування.

Вважаємо, що паливо можна реалізувати за балансову вартість, але з коригуванням на транспортування та складування, тому ми вносили коригуючий коефіцієнт на рівні 0,8. За таким же принципом надаємо коефіцієнт 0,8 для сировини та витратних матеріалів. Для запасних частин внесено коригуючих коефіцієнт на рівні 0,5, через їх низьку ліквідність, оскільки ПАТ «Центрэнерго» – це специфічне підприємство та попит на їх запасні частини буде низьким. Для інших запасів коефіцієнт занижений на 80 % від базового, оскільки по цьому рядку можуть бути відображені активи, вартість яких не така істотна, або дані активи не мають достатнього рівня ліквідності, щоб повернути повну оціночну вартість при продажі. Таким чином, загальна вартість запасів з веденими коригуваннями становить 1434639 тис. грн.

Коригування дебіторської заборгованості проводилось з урахуванням ймовірності отримання: безнадійна дебіторська заборгованість виключається з розрахунків, а ймовірна – дисконтується. Таким чином, ми виключаємо прострочену заборгованість понад одного року та отримуємо вартість дебіторської заборгованості на рівні 258771 тис. грн.

У звітності не надається розшифровка інших оборотних активів, тому її враховано за балансовою вартістю без коригувань.

Під довгостроковим та поточним забезпеченням розуміється зобов'язання компанії по рекультивации золівдвалів, пенсійному забезпеченню, судовим процесам та по соціальним виплатам працівникам компанії, маємо їх по повній балансовій вартості без коригувань.

Під цільовим фінансуванням та доходами майбутніх періодів мається на увазі фінансування з державного бюджету на ремонт ТЕС, в першу чергу Вуглегірської ТЕС, тому вважаємо їх, як зобов'язання, які не підлягають поверненню та розглядаємо як заборгованість з нульовою поточною вартістю.

Коригування довгострокової, поточної, іншої поточної заборгованості, а також виданих векселів здійснювалася за тим же принципом, як і дебіторська заборгованість. Інші довгострокові зобов'язання ми прийняли як заборгованість з нульовою вартістю.

Поточні та інші поточні зобов'язання до року привели до сьогоднішньої вартості. Період дисконтування ми прийняли по медіанному значенню, тобто за півріччя, а ставку взяли на рівні ставки ОВДП на первинному ринку (Інформація щодо розміщення ОВДП, 2020).

Таким чином ми отримуємо вартість поточної заборгованості на рівні 3848469 тис. грн, а іншої поточної заборгованості на рівні 415780 тис. грн.

Розрахунок оцінки вартості підприємства ПАТ «Центрэнерго» методом чистих активів (з коригуванням і без) представлений у таблиці 1.

Таким чином, на підставі табл. 1 ми визначили вартість ПАТ «Центрэнерго» методом чистих активів в рамках витратного підходу, без коригування 3661205 тис. грн, з коригуванням 3178062 тис. грн. В якості підсумкової ціни приймаємо вартість компанії з коригуванням балансу, оскільки вона включає в себе об'єктивну оцінку статей балансу. В ході приватизації компанії буде реалізовуватися 78,289 % від розміру статутного капіталу, тому підсумкова вартість становить 2488072,87 тис. грн.

В рамках порівняльного підходу для визначення вартості ПАТ «Центрэнерго» був обраний метод угод.

Пошук компаній-аналогів здійснювався за допомогою відкритих джерел в мережі Інтернет. Остання інформація про здійснені угоди купівлі-продажу акцій компаній теплоенергетичної галузі були виявлені в «Звіті про роботу Фонду державного майна України» (Звіт про роботу Фонду державного майна, 2017). У звіті є інформація про здійснення операцій з продажу пакета 25 % акцій компаніями ПАТ «ДТЕК Західенерго» та ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго».

Розрахунок вартості ПАТ «Центренерго» методом чистих активів
Calculation of the value of PJSC "Centrenergo" by the method of net assets

Показник	2019 рік, тис. грн	2019 рік з корегуванням, тис. грн
Активи		
Необоротні активи		
Нематеріальні активи:	1 524	1 524
Незавершені капітальні інвестиції	672 963	672 963
Основні засоби:	5 024 923	5 024 923
Відстрочені податкові активи	160 563	0
Оборотні активи		
Запаси	1 862 916	1 434 639
Дебіторська заборгованість	918 819	896 612
Гроші та їх еквіваленти	56 312	56 312
Інші оборотні активи	272 263	272 263
Всього активів	8 970 283	8 359 236
Пасив		
Довгострокові зобов'язання і забезпечення		
Довгострокові зобов'язання	210	0
Довгострокові забезпечення	753 280	753 280
Цільове фінансування	41 856	0
Поточні зобов'язання і забезпечення		
Векселі видані	34 897	34 897
Кредиторська заборгованість	3 933 417	3 848 469
Поточні забезпечення	125 149	125 149
Доходи майбутніх періодів	3 599	3 599
Інші поточні зобов'язання	416 670	415 780
Всього зобов'язань	5 309 078	5 181 174
Розрахункова ціна	3 661 205	3 178 062

Джерело: розраховано авторами за даними (Річна інформація ПАТ «Центренерго», 2019)

Пошук компаній-аналогів здійснювався за допомогою відкритих джерел в мережі Інтернет. Остання інформація про здійснені угоди купівлі-продажу акцій компаній теплоенергетичної галузі були виявлені в «Звіті про роботу Фонду державного майна України» (Звіт про роботу Фонду державного майна, 2017). У звіті є інформація про здійснення операцій з продажу пакета 25 % акцій компаніями ПАТ «ДТЕК Західенерго» та ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго».

Підприємства за своєю структурою схожі між собою, кожна компанія має в своєму складі три ТЕС, енергоблоки працюють на аналогічному паливі та мають відповідний обсяг виручки щодо обсягу виробництва електроенергії. Таким чином, компанії-аналоги ПАТ «ДТЕК Західенерго» та ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» цілком підходять для порівняльної оцінки ПАТ «Центренерго».

Для розрахунку ринкової капіталізації необхідно дізнатися ціну акцій. В якості джерела інформації для визначення вартості акцій ПАТ «Центренерго» використовувалася ін-

формація про котирування акцій на фондовій біржі «Українська біржа». На дату оцінки ціна акцій склалася на рівні 6 грн за одну просту акцію. Для визначення вартості акцій компаній-аналогів використовувалася інформація про ціну продажу пакетів акцій ПАТ «ДТЕК Західенерго» та ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго». Вартість пакета акцій першої компанії становила 417163723,02 грн за 3197637 шт. акцій, вартість другої 728236052,26 грн за пакет розміром 1491859 шт. простих акцій. Таким чином, ціна однієї акції ПАТ «ДТЕК Західенерго» становить 130,46 грн, а ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» – 488,14 грн. Оскільки пакет акцій компаній-аналогів становив 25 % від статутного капіталу необхідно провести коригування її вартості. Згідно додатку 3 наказу Фонду державного майна України № 1456 «Про затвердження Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для продажу на аукціоні», для пакету акцій до 25 % від статутного капіталу ціна акцій корегується на

коефіцієнт 0,7. Оскільки коригувальний коефіцієнт для контрольного пакета акцій ПАТ «Центренерго» в розмірі 78,289 % становить 1, нам необхідно вартість однієї акції компанії-аналогів розділити на 0,7, тим самим ми отримаємо коректну капіталізацію ПАТ «ДТЕК Західенерго» та ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго».

Наступним кроком в оцінці вартості бізнесу ПАТ «Центренерго» запропонованим методом став підбір відповідних мультиплікаторів, розрахованих для кожного підприємства-аналога.

Внаслідок того, що ПАТ «ДТЕК Західенерго» на дату здійснення операції було збитковим підприємством, то в якості оці-

ночних мультиплікаторів ми не використовували показники, які засновані на фінансових результатах, через спотворення результатів оцінки.

Для оцінки вартості ПАТ «Центренерго» методом ринку угод використовувалися наступні мультиплікатори, розрахунок яких здійснено для кожної компанії-аналога:

1. «Капіталізація / Вартість активів» (EV/A);
2. «Капіталізація / Вартість власного капіталу» (EV/E);
3. «Капіталізація / Чистий дохід від реалізації продукції» (EV/S).

Розрахунок мультиплікаторів та вартості бізнесу представлений в таблиці 2.

Таблиця 2

Розрахунок мультиплікаторів для оцінки бізнесу ПАТ «Центренерго»
Calculation of multipliers for business valuation of PJSC "Centerenergo"

Мультиплікатор	ПАТ «ДТЕК ЗАХІДЕНЕРГО»	ПАТ «ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО»	
EV/A	0,22	0,17	
EV/E	3,26	0,33	
EV/S	0,27	0,48	
	EV/A	EV/E	EV/S
Розрахункова ціна	1 740 062,30	5 738 387,17	3 523 239,07

Джерело: розраховано авторами за даними (Фінансова звітність ПАТ «ДТЕК Західенерго», Фінансова звітність ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго», 2017)

В якості розрахункового значення була обрана медіана між максимальним та мінімальним рівнем мультиплікаторів. Таким чином, ми отримали три розрахункові вартості ПАТ «Центренерго». Вартість компанії на основі мультиплікатора Капіталізація / Вартість активів становить 1740062,30 тис. грн (Фінансова звітність ПАТ «Центренерго», 2020). Отримана величина вартості є заниженою, оскільки вона є набагато меншою, ніж вартість, яку можна отримати витратним підходом. Мультиплікатор «Капіталізація / Вартість власного капіталу» дав значення 5738387,17 тис. грн, що є завищеним, тому що значення вартості власного капіталу має великий розрив (більш ніж у 10 разів) між компаніями-аналогами. Третій мультиплікатор дав значення вартості ПАТ «Центренерго» на рівні 3523239,07 тис. грн. Ми вважаємо цей результат найбільш прийнятним.

Таким чином, розрахована методом ринку угод в рамках порівняльного підходу ринкова вартість компанії ПАТ «Центренерго» становить 3,52 млрд грн.

Реалізація пакета акцій, який належить Фонду державного майна України в розмірі 78,289 % від статутного капіталу, становить 2758308,63 тис. грн.

В рамках дохідного підходу оцінка вар-

тості бізнесу ПАТ «Центренерго» здійснювалася методом дисконтування грошових потоків.

Оскільки на сьогоднішній день компанія має збиткову історію та нестабільні фінансові результати в здійсненні господарської діяльності, метод капіталізації доходів був відкинутий.

При оцінці вартості ПАТ «Центренерго» була прийнята модель чистого грошового потоку для власного капіталу у кожному кроці прогнозного періоду.

Оскільки підприємство працює в умовах трансформаційної економіки, а зовнішнє середовище характеризується підвищеною нестабільністю, для подальших розрахунків прийняли прогнозний період на рівні 5 років з реверсією в кінці терміну; крок прогнозу – 1 календарний рік.

Прогнозування чистого грошового потоку для власного капіталу здійснювалось у цінах, що склалися на дату оцінки без урахування прогнозованого рівня інфляції.

Для подальшого розрахунку визначили прогнозні показники за кроками прогнозного періоду складових грошового потоку за моделлю чистого грошового потоку для власного капіталу.

В даному розрахунку прогнозні значення

чистого грошового потоку компанії за кроками прогнозного періоду визначаються як добуток прогнозованої рентабельності операційної діяльності товариства за його основним кодом виду економічної діяльності (КВЕД 35.11 Виробництво електроенергії) на значення чистого грошового потоку за кроком прогнозного періоду, що передує періоду, для якого проводиться розрахунок.

Прогнозний рівень рентабельності операційної діяльності ПАТ «Центрэнерго» визначається на підставі усереднених ретроспективних даних Державної служби статистики України за п'ять років, що передують даті оцінки (Рентабельність операційної та всієї діяльності підприємств, 2020). Таким чином приймаємо, що чистий прибуток компанії за перший крок прогнозного періоду дорівнює добутку величині прогнозного чистого прибутку ПАТ «Центрэнерго» за 2020 рік на коефіцієнт прогнозованої рентабельності. Чистий прибуток за другим і подальшими кроками прогнозного періоду визначається як добуток коефіцієнту прогнозованої рентабельності на значення чистого прибутку попереднього кроку прогнозного періоду.

В якості методу розрахунку ставки дисконту для власного капіталу був вибраний метод кумулятивної побудови. Метод враховує додаткові ризики інвестування в бізнес порівняно з інвестуванням в альтернативні об'єкти, які характеризуються меншим ризиком. Таким чином, ставка дисконтування для об'єкта оцінки становить 21,5% ($d = 0,215$) (Інформація щодо розміщення ОВДП, 2020).

Вартість реверсії розраховується виходячи з очікуваних результатів найбільш ефективного використання активів бізнесу в прогнозований період на підставі грошових потоків компанії. Для розрахунку реверсії (вартості бізнесу у постпрогнозований період) використовувалася модель Гордона.

Визначення значення вартості ПАТ «Центрэнерго» представлена в таблиці 3.

Таким чином, визначена за дохідним підходом ринкова вартість ПАТ «Центрэнерго» становить: 2693690,12 тис. грн. Оскільки в ході приватизації компанії буде реалізовуватися 78,289 % від розміру статутного капіталу, підсумкова вартість становить 2108863,06 тис. грн.

Таблиця 3

Розрахунок вартості ПАТ «Центрэнерго» за дохідним підходом методом дисконтування грошового потоку
Calculation of the value of PJSC "Centerenergo" according to the income approach by the method of discounting cash flow

Найменування показника	Прогнозні показники по роках від дати оцінки					Пост прогнозований період
	2021	2022	2023	2024	2025	
Чистий грошовий потік, тис.грн	186 250,11	203 571,38	222 503,51	243 196,34	265 813,60	265 813,60
Коефіцієнт дисконтування	0,82	0,68	0,56	0,46	0,38	
Поточна вартість грошових потоків, тис.грн	153 292,28	137 899,96	124 053,22	111 596,85	100 391,24	
Загальна поточна вартість грошових потоків за прогнозований період, тис.грн	627 233,54					
Вартість реверсії (вартість об'єкта оцінки в постпрогнозований період), тис.грн	2 066 456,58					2 066 456,58
Вартість об'єкта оцінки, тис.грн	2 693 690,12					

Для визначення ринкової вартості ПАТ «Центрэнерго» були використані метод дисконтування грошових потоків, метод ринку угод і метод вартості чистих активів.

Для узгодження результатів оцінки, отриманих в результаті застосування різних підходів, застосовується метод вагових коефіцієнтів, суть якого полягає у приведенні розрізаних вартостей, отриманих в результаті розрахунків класичними підходами, до підсумкової вартості об'єкта оцінки (Наказ Фонду державного майна України, 2019).

Питома вага призначається згідно до-

датка 9 наказу фонду державного майна України № 1456 «Про затвердження Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для продажу на аукціоні». Таким чином були присвоєні такі коефіцієнти: прибутковий підхід – 30 %, порівняльний – 30 %, витратний – 40 %.

Результати узгодження результатів вартості ПАТ «Центрэнерго» представлені в таблиці 4.

Таким чином, підсумкова вартість ПАТ «Центрэнерго» становить 2455380,65 тис. грн.

Визначення остаточної вартості ПАТ «Центрэнерго»
Determination of the final value of PJSC "Centerenergo"

Підхід	Питома вага, %	Розрахована вартість пакета акцій в розмірі 78,289 % від статутного капіталу, тис. грн
Витратний підхід	40	2 488 072,87
Порівняльний підхід	30	2 758 308,63
Прибутковий підхід	30	2 108 863,06
Підсумкова вартість	100	2 455 380,65

Джерело: розраховано авторами за даними (Наказ Фонду державного майна України, 2019)

Висновки. Сформульовано авторське бачення поняття «оцінка бізнесу» – це процес, спрямований на встановлення грошової вартості об'єкта оцінки за допомогою сукупності підходів, методів та оціночних процедур, з урахуванням реального та потенційного доходу, який бізнес може генерувати в процесі своєї господарської діяльності в умовах конкретного ринку.

У практиці оціночної діяльності виділяють три підходи: витратний, порівняльний і дохідний.

Суть витратного підходу полягає у визначенні вартості на основі існуючих в бізнесі витрат на відтворення та заміщення активів і зобов'язань компанії. Основними методами підходу є метод чистих активів, що передбачає використання заздалегідь скоригованої балансової вартості залежно від ринкової вартості статей активу та пасиву балансу підприємства, метод ліквідаційної вартості, що полягає у визначенні різниці між вартістю майна та витратами на їх ліквідацію.

В основі порівняльного підходу лежить принцип заміщення, тобто оцінювач проводить зіставлення об'єкта оцінки з обраними аналогами за певними критеріями і таким чином розраховує оціночну вартість. Хоча в своїх розрахунках оцінювач спирається на поточну достовірну інформацію з фондових ринків, потенційні можливості розвитку бізнесу не знаходять свого відображення в даному підході. Розрізняють три методи оцінки: метод ринку капіталу, метод угод та метод галузевих коефіцієнтів. Останній рідко застосовується у вітчизняній практиці через брак статистичної інформації, необхідної для розрахунку показників.

Вартість бізнесу, що розраховується за допомогою дохідного підходу, будується на

основі очікувань інвестора про розмір майбутніх грошових надходжень від володіння об'єктом оцінки. В рамках дохідного підходу виділяють метод дисконтування грошових потоків, суть якого полягає у визначенні вартості через підсумовування перерахованих на поточний момент майбутніх грошових потоків, та метод капіталізації доходів, при якому здійснюється процес перерахунку майбутніх доходів як єдину суму поточної вартості.

ПАТ «Центрэнерго» – це один з найбільших представників енергетичної галузі України. Компанія займає друге місце серед теплоенергогенеруючих компаній України, сумарна проектна потужність всіх станцій складає близько 14 % від загальної потужності електростанцій України.

В рамках витратного підходу був використаний метод накопичення чистих активів, розрахований за скоригованою балансовою вартістю. Вартість бізнесу становить 2488072,87 тис. грн.

В рамках порівняльного підходу застосовувався метод угод. В якості компаній-аналогів виступали ПАТ «ДТЕК Західенерго» і ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго». Ринкова вартість ПАТ «Центрэнерго», отримана в результаті виконаних розрахунків, становить 2758308,63 тис. грн.

В рамках дохідного підходу був застосований метод дисконтування грошових потоків. В результаті була отримана вартість пакета акцій в розмірі 2108863,06 тис. грн.

Остаточна величина вартості ПАТ «Центрэнерго» була розрахована в результаті застосування методу узгодження результатів. У розрахунках були використані всі раніше отримані вартості, та призначені питоми ваги, в результаті яких підсумкова вартість ПАТ «Центрэнерго» на 31 жовтня 2020 року склала 2455380,65 тис. грн.

Література

1. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. К. : Ника-Центр, 2007. 600 с.
2. Грицуленко С. І. Потенціал і розвиток підприємства : навч. посібн. Одеса : ОНАЗ ім. О. С. Попова, 2014. 99 с.
3. Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. М. : Финансы и статистика. 2011. 387 с.
4. Звіт про роботу Фонду державного майна України та хід приватизації державного майна у 2017 року. *Фонд державного майна України* : веб-сайт. URL: http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-2017-final_4728.pdf (дата звернення: 05.11.2020).
5. Інформація щодо розміщення ОВДП у 2020 році. *Національний банк України* : веб-сайт. URL: https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx (дата звернення: 05.11.2020).
6. Корягін М. В. Оцінювання вартості підприємства в системі бухгалтерського обліку : монографія. Львів : ТОВ «НВП «Інтерсервіс», 2012. 261 с.
7. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» : Постанова Кабінету Міністрів України

- від 10.09.2003 № 1440. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF#Text> (дата звернення: 05.11.2020).
8. Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів»: Постанова Кабінету Міністрів України від 28.12.2006 № 3597. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF#Text> (дата звернення: 05.11.2020).
9. Оцінка бізнесу та нерухомості: навч. посібн. / за заг. ред. В. Р. Кучеренко; уклад.: Я. П. Квач, Н. В. Сментина, В. О. Улибіна, А. В. Андрейченко. 2-ге видання. Одеса: Асторопринт, 2013. 235 с.
10. Посібник з оцінки бізнесу в Україні: навч. посібн. / за ред. Я. І. Маркуса. К.: Міленіум, 2002. 320 с.
11. Про затвердження Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для продажу на аукціоні: Наказ Фонду державного майна України від 23.12.2019 № 1456. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0242-20#Text> (дата звернення: 05.11.2020).
12. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 03.07.2020 № 2658-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14#Text> (дата звернення: 05.11.2020).
13. Про компанію «Центрэнерго». ПАТ «Центрэнерго»: веб-сайт. URL: <http://www.centrenerg.com/about/> (дата звернення: 05.11.2020).
14. Рентабельність операційної та всієї діяльності підприємств за видами економічної діяльності за 2010-2019 роки. Державний комітет статистики України: веб-сайт. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2018/fin/fin_new/fin_new_u/rodp_ek_vsmm_2010_2019_ue.xlsx (дата звернення: 05.11.2020).
15. Річна інформація ПАТ «Центрэнерго» за 2019 рік. ПАТ «Центрэнерго»: веб-сайт. URL: <http://www.centrenerg.com/upload/document/f37a8fcf104f.pdf> (дата звернення: 05.11.2020).
16. Смирницький Г. Б., Чиркин А. Н. Оценка бизнеса: основы, инструментарий, практика. Издательство «Арт Економи», 2013. 312 с.
17. Фінансова звітність 1 півріччя 2017 року ПАТ «ДТЕК Західенерго». Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України: веб-сайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent/kv/xml/showform/100865/203/templ> (дата звернення: 05.11.2020).
18. Фінансова звітність 1 півріччя 2017 року ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго». Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України: веб-сайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent/kv/xml/showform/100829/203/templ> (дата звернення: 05.11.2020).
19. Фінансова звітність 1 півріччя 2020 року ПАТ «Центрэнерго». ПАТ «Центрэнерго»: веб-сайт. URL: <http://www.centrenerg.com/upload/document/28a1472fd6f5.xls> (дата звернення: 05.11.2020).
20. Damodaran, A. Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends in Finance*. 2007. №1(8). С. 693-784. DOI: <https://doi.org/10.1561/0500000013>.

References

- Blank, I. A. (2007). *Financial risk management*. Kiev: Nika-Centr. (in Russian)
- Gritsulenko, S. I. (2014). *Potential and development of the enterprise*. Odessa: ONAZ them. O. S. Popova. (in Ukrainian)
- Gryaznova, A. G., & Fedotova, M. A. (2011). *Business valuation*. Moscow: Finance and Statistics. (in Russian)
- State Property Fund of Ukraine. (2018). Report on the work of the State Property Fund of Ukraine and the progress of privatization of state property in 2017. Retrieved from http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-2017-final_4728.pdf. (in Ukrainian)
- National Bank of Ukraine. (n.d.). Information on the placement of OVDP in 2020. Retrieved from https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx. (in Ukrainian)
- Koryagin, M. V. (2012). *Valuation of the enterprise in the accounting system*. Lviv: TOV «NVP «Interservis». (in Ukrainian)
- Cabinet of Ministers of Ukraine. (2003). National Standard № 1 "General Principles of Property Valuation and Property Rights": Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine of September 10, 2003 № 1440. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF#Text>. (in Ukrainian)
- Cabinet of Ministers of Ukraine. (2003). National standard № 3 "Assessment of integral property complexes": Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine dated December 28, 2006 № 3597. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF#Text>. (in Ukrainian)
- Kvach, J. P., Smentina, N. V., Ulibina, V. O., & Andreichenko, A.V. (2013). *Business and Real Estate Valuation* (2d ed.). Odessa: Astoroprynt. (in Ukrainian)
- Marcus, J. I. (Ed.). (2002). *Handbook on Business Valuation in Ukraine*. Kiev: Millennium. (in Ukrainian)
- State Property Fund of Ukraine. (2019). On approval of the Procedure for determining the appraised value of blocks of shares of joint-stock companies offered for sale at auction: Order of the State Property Fund of Ukraine of December 29, 2019 № 1456. Retrieved from http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-2017-final_4728.pdf. (in Ukrainian)
- Verkhovna Rada of Ukraine. (2020). On property valuation, property rights and professional valuation activities in Ukraine: Law of Ukraine of July 3, 2020 № 2658-III. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14#Text>. (in Ukrainian)
- About Centerenergo. Retrieved from <http://www.centrenerg.com/about/>. (in Ukrainian)
- State Statistics Service of Ukraine. (n.d.). Profitability of operating and all activities of enterprises by type of economic activity for 2010-2019. Retrieved from http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2018/fin/fin_new/fin_new_u/rodp_ek_vsmm_2010_2019_ue.xlsx. (in Ukrainian)
- PJSC «Centerenergo». (2020). Annual report of PJSC «Centerenergo» for 2019. Retrieved from <http://www.centrenerg.com/upload/document/f37a8fcf104f.pdf>. (in Ukrainian)
- Smirnitskii, G. B., & Chirkin, A. N. (2013). *Business valuation: basics, tools, practice*. Kiev: Vydavnytstvo "Art Ekonomi". (in Russian)
- Financial statements of the 1st half of 2017 of PJSC «DTEK Dniproenergo». Retrieved from <https://smida.gov.ua/db/emitent/kv/xml/showform/100829/203/templ>. (in Ukrainian)
- Financial statements for the first half of 2017 of PJSC «DTEK Zahidenergo». Retrieved from <https://smida.gov.ua/db/emitent/kv/xml/showform/100865/203/templ>. (in Ukrainian)
- PJSC «Centerenergo». (2020). Financial statements for the first half of 2020 of PJSC «Centerenergo». Retrieved from <http://www.centrenerg.com/upload/document/28a1472fd6f5.xls>. (in Ukrainian)
- Damodaran, A. (2007). Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693-784. doi: <https://doi.org/10.1561/0500000013>.

Стаття надійшла до редакції 29.11.2020 р.

Стаття прийнята 23.12.2020 р.