

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«ФІНАНСОВА ДІАГНОСТИКА ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ПІД
ЧАС ПАНДЕМІЇ: ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ДОСВІДУ УКРАЇНИ ТА
НІМЕЧЧИНИ»**

Спеціальності:

072 Фінанси, банківська справа та страхування

Білик Юлія Романівна

Керівник: Базілінська О.Я.

кандидат економічних наук, доцент

Рецензент: Панченко О.І.

кандидат економічних наук, доцент

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою «_____»

Секретар ЕК _____

«_____» _____ 2021 р.

Київ 2021

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1 ПОНЯТТЯ ФІНАНСОВОЇ ДІАГНОСТИКИ ЯК ІНСТРУМЕНТУ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО СТАНУ БІЗНЕСУ В ЧАСИ ПАНДЕМІЇ ТА УРЯДОВІ ПРОГРАМИ ПІДТРИМКИ БІЗНЕСА В УКРАЇНІ ТА НІМЕЧЧИНІ	6
1.1 Суть та мета фінансової діагностики підприємства	6
1.2 Функціонування різногалузевого бізнесу в часи пандемії на прикладі реальних підприємств	9
1.3 Підтримка бізнеса в Україні: реструктуризація кредитів та податкові преференції	11
1.4 Заходи підтримки бізнеса в Німеччині: доступні кредити, податкові пільги та гранти для малого бізнесу.....	17
РОЗДІЛ 2 ПОРІВНЯЛЬНА ФІНАНСОВА ДІАГНОСТИКА АГРАРНИХ КОРПОРАЦІЙ KERNEL ТА KWS SAAT SE & CO ТА ДИНАМІКА ОСНОВНИХ ПОКАЗНИКІВ В ЧАСИ ПАНДЕМІЇ	27
2.1 Загальна характеристика компаній KERNEL та KWS	27
2.2 Аналіз рентабельності корпорацій	33
2.3 Аналіз ділової активності та ліквідності корпорацій	39
2.4 Аналіз структури капіталу та визначення фінансового левериджу.....	46
2.5 Позиції підприємств на ринку	48
РОЗДІЛ 3 МОДЕЛЬ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ КОМПАНІЇ KERNEL З ВИКОРИСТАННЯМ МЕТОДУ МУЛЬТИПЛІКАТОРІВ...	52
ВИСНОВКИ	62
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	66
ДОДАТКИ.....	69

ВСТУП

Актуальність теми. Пандемія 2020 - 2021 років мала суттєвий вплив на малий, середній та великий бізнес в більшості галузей. Тільки незначна кількість галузей не відчула на собі позитивного чи негативного впливу COVID-19; для підприємств деяких галузей пандемія стала руйнівною, і призвела до мільйонів збитків, або припинення їх існування; для інших вона стала рідкісною можливістю вийти на новий рівень товарообігу та доходів. Для забезпечення достатньою ліквідністю тих підприємств, що зазнали значних фінансових збитків, уряди усіх країн запровадили програми підтримки, які полягають як в прямому фінансуванні у вигляді термінових грантів на безповоротній основі, так і у внесенні змін до податкового законодавства і кредитного регулювання. У бюджеті України, порівняно з розвиненими країнами світу, недостатньо вільних фінансових ресурсів для надання бізнесу прямого фінансування в значних масштабах; відповідно, акцент був зроблений на інші інструменти, які будуть розкриті в цій роботі. Крім того, в даній науковій роботі буде детально досліджена сфера сільського господарювання як одна з найбільш розвинених індустрій в Україні, яка складає вагомому частку нашого ВВП. Буде досліджено, як карантинні обмеження відобразилися на великих корпораціях, що функціонують в цій галузі в різних країнах, чи була надана їм державна підтримка, які в корпораціях перспективи та прогнози розвитку.

Питання впливу COVID-19 на економічний розвиток підприємництва у світі, зокрема в Україні, вже було розглянуто в роботах багатьох вчених-економістів та аналітиків, зокрема: Нурієля Рубіні, Джина Маркса, Андрія Безп'ятова, Ярослава Жалілова, Василь Фурмана тощо. Загальна проблематика антикризового управління підприємств була досліджена Ю. В. Басом, О. Ю. Буцькою, Т. О. Гаврилко, І. Ю. Єпіфановою, А. В. Камневим, В. В. Коваленко та іншими.

Метою роботи є проведення порівняльної фінансової діагностики української та німецької компаній-аналогів з метою визначення впливу пандемії на їх фінансовий стан та ефективності урядової підтримки бізнесу двох країн.

Завдання кваліфікаційної роботи полягають в:

- визначенні проблем та перспектив розвитку бізнесу в різних сферах, ініційованих ситуацією з коронакризою;
- дослідженні урядової політики підтримки бізнесу в Україні та Німеччині;
- визначенні поняття фінансової діагностики підприємства та механізму її проведення;
- проведенні фінансової діагностики української та німецької аграрних корпорацій; визначенні основних до- та після-кризових тенденцій фінансового стану корпорацій та впливу державних регулювань;
- визначенні ефективності державних регулювань у сфері підтримки великого бізнесу;
- проведенні порівняння корпорацій з конкурентами та визначення загально ринкових тенденцій;
- оцінці вартості капіталу української корпорації шляхом використання методу мультиплікаторів та регресійного аналізу;
- надання рекомендацій щодо розвитку вітчизняної аграрної корпорації.

Об'єктом дослідження виступає аграрний бізнес в Україні та Німеччині.

Предметом дослідження є порівняльна діагностика фінансового стану великого аграрного бізнесу в двох країнах в період пандемії.

В процесі дослідження був використаний **методологічний апарат**, який складається з наступних методів: метод аналізу та синтезу для дослідження заходів державної підтримки бізнесу в різних сферах і їхнього впливу на функціонування бізнесу; метод узагальнення та індукції при перенесенні результатів фінансової діагностики окремих компаній на цілу галузь; метод порівняння та метод експертних оцінок. Для проведення фінансової діагностики в аналітичному розділі роботи використовувалися методи горизонтального та вертикального фінансового аналізу, метод коефіцієнтів, прийоми класифікації, групування та графічного

представлення результатів дослідження. В останньому розділі роботи при побудові оцінки вартості капіталу бізнесу використовувалися метод мультиплікаторів, метод абстрагування, метод моделювання шляхом побудови лінійних регресій та метод графічного представлення.

Інформаційну базу дослідження становлять положення законодавчих та нормативно-правових актів України та Німеччини і внесені до положень зміни з приводу надання підтримки малому, середньому та великому бізнесу в період пандемії, постанови правління НБУ з питань реструктуризації банківських кредитів, податкові законодавчі акти Німеччини, наукові статті та видання вітчизняних та зарубіжних вчених з питань фінансової діагностики та корпоративних фінансів, консолідовані фінансові звітності підприємств, ресурси Інтернет.

Ключові слова: фінансова діагностика, пандемія, оцінка бізнесу, державна підтримка, криза, аграрна індустрія, досвід України та Німеччини.

РОЗДІЛ 1 ПОНЯТТЯ ФІНАНСОВОЇ ДІАГНОСТИКИ ЯК ІНСТРУМЕНТУ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВОГО СТАНУ БІЗНЕСУ В ЧАСИ ПАНДЕМІЇ ТА УРЯДОВІ ПРОГРАМИ ПІДТРИМКИ БІЗНЕСА В УКРАЇНІ ТА НІМЕЧЧИНІ

1.1 Суть та мета фінансової діагностики підприємства

Поняття фінансової діагностики передбачає всебічний аналіз публічної фінансової звітності компанії, а також інших статистичних даних, як внутрішніх, так і зовнішніх, які мають вплив на операційну, фінансову та інвестиційну діяльність компанії. Велике значення при здійсненні фінансової діагностики надається інформації про галузь економіки, в якій функціонує корпорація, про конкурентів, економічну кон'юнктуру в країні, на континенті, в світі. В руках кваліфікованих аналітиків із досвідом, інтуїцією, здатністю критично мислити, зібрані та опрацьовані дані створюють можливість формування робочих гіпотез, на підставі яких приймаються управлінські рішення.

Фінансова діагностика в даний час набуває подальшого розвитку, чому сприяють як нові досягнення теорії, так і вдосконалення практик використання. В процесі фінансової діагностики команда експертів зосереджується на аспектах, що впливають на вартість бізнесу.

Метою проведення фінансової діагностики підприємства є: розуміння бізнесу та його рушійних факторів; визначення та оцінка ключових фінансових та бізнес-ризиків, що впливають на майбутню транзакцію; аналіз ключових показників фінансової діяльності, що прямо впливають на вартість компанії (чистий борг, чистий оборотний капітал, нормалізований EBITDA тощо.); аналіз якості активів і постійних грошових потоків; розуміння фінансових ефектів податкових схем та регулювань, які використовує об'єкт; критичний аналіз процесу бюджетування/планування та бюджетів/бізнес-плану, підготовлених керівництвом, зокрема аналіз потенційних переваг і недоліків; розуміння якості фінансової

інформації (звітності згідно з МСФЗ / дійсним законодавством / управлінською звітністю), фінансової системи та відповідних контролів [1].

Користувачами результатів фінансової діагностики є:

- акціонери і засновники підприємств, яких цікавить прибутковість вкладеного капіталу;
- менеджери підприємств, для яких важлива оцінка ефективності управління бізнесом;
- інвестори, які роблять інвестиції в компанію шляхом купівлі акцій з метою отримання доходу, що буде перевищувати можливий дохід при пасивному використанні капіталу;
- кредитори, яким бізнес має мають повернути позики, або потенційні надавачі позик, такі як банківські, кредитні, іпотечні установи тощо ;
- працівники, для яких важлива своєчасна виплата заробітної плати;
- органи державної влади і місцевого самоврядування, якими приймаються рішення щодо приватизації державних підприємств, ефективності управління державним майном та державними корпоративними правами, наданні фінансової підтримки та інше;
- державна податкова служба, що стежить за правильною і своєчасною сплатою податків бізнесом.

Фінансова діагностика поділяється на *внутрішню* та *зовнішню* в залежності від цілей її використання.

Внутрішня діагностика здійснюється для власних потреб підприємства, визначення можливості отримання позикових коштів тощо.

Зовнішня діагностика проводиться іншими зацікавленими сторонами-інвесторами, банками, страховиками, контрагентами, державними органами.

Джерелами інформації для фінансової діагностики можуть бути нормативно-правова документація та фінансова інформація.

Прикладом нормативно-правових документів є Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації, затверджене спільним наказом Фонду державного майна та Міністерства економіки

№ 489 від 26.01.01, в поточній редакції 2013 року. Цим положенням визначається методика розрахунку фінансово- економічних показників для підприємств, що підлягають приватизації, та визначені граничні розміри цих підприємств.

Фінансова інформація, в свою чергу, отримується з різних джерел, як-от: звітність підприємств, дані бухгалтерського і статистичного обліку, звіти інших аналітиків та огляди фінансового стану підприємств в даній галузі, статистичні довідники і світові бази даних, засоби масової інформації та інше.

Також важливо зазначити, що проведення діагностики повинно базуватися на наступних загальноприйнятих принципах:

- *комплексність* – окремі явища і процеси є доцільним аналізувати в комплексі з іншими взаємопов'язаними факторами;
- *науковість* – діагностика проводиться на основі науково обґрунтованих принципів, понять, категорій, закономірностей, на застосуванні методології та методів дослідження;
- *автентичність* – процес діагностування має базуватися на інформації з першоджерел;
- *точність* – відповідність реальним фактам, цілям і вимогам, які ставляться до процесу діагностування;
- *об'єктивність* – діагностика здійснюється відповідно до попередньо розробленої програми дослідження, за чітко визначеними базовими параметрами з мінімальним впливом особистісного фактора;
- *ефективність* – проводячи діагностику, варто думати про витрати, що супроводжують процес, та методи його оптимізації для отримання найбільш релевантного аналізу за певний відведений проміжок часу[2].

Фінансовими аналітиками застосовуються такі *методи аналізу* фінансової звітності компанії, як горизонтальний; вертикальний; метод коефіцієнтів; системні методи [3].

Горизонтальний метод використовується шляхом порівняння фінансових показників діяльності компанії в часовій динаміці, з метою визначення основних тенденції економічного розвитку корпорації.

Вертикальний метод фінансового аналізу використовується з метою вивчення структурних змін в компанії.

Трендовий аналіз- визначення тренду, тобто основної тенденції динаміки показника, очищеної від випадкових впливів індивідуальних особливостей окремих періодів. Трендовий аналіз є варіантом горизонтального аналізу.

Інший, широко застосовуваний метод аналізу фінансової звітності - це метод коефіцієнтів (Ratio Analysis). Коефіцієнти дають змогу порівняти компанію з її конкурентами в галузі, краще проаналізувати динаміку, оцінити ризики тощо. У випадку застосування методу коефіцієнтів складність часто полягає в тому, що немає чітко визначеного еталону більшості показників для підприємств- коефіцієнти, що вважаються нормою, варіюються від галузі до галузі та від компанії до компанії.

Порівняльний аналіз - зіставлення фінансових показників як на внутрішньому, так і на зовнішньому рівнях.

Маржинальний аналіз-метод оцінювання і обґрунтування управлінських рішень у бізнесі на основі вивчення співвідношення між трьома групами економічних показників: витрати - обсяг виробництва (реалізації) продукції -прибуток. Цей метод називають ще аналізом беззбитковості.

1.2 Функціонування різногалузевого бізнесу в часи пандемії на прикладі реальних підприємств

Пандемія завдала значного удару по бізнесу в усьому світі, різному за розмірами та спрямованістю.

Втрати, яких зазнали підприємства, дуже залежали від галузі, в якій вони оперують.

В найбільш виграшній ситуації в березні 2020 року опинився бізнес, що спеціалізується на виготовленні товарів для дому: домашнього одягу, побутової хімії, засобів догляду за тілом та обличчям, гігієнічних засобів тощо; а також на лікарських та антисептичних препаратах. Значно зросли в ціні акції компаній, що оперують в сфері пасивного відпочинку - Netflix, YouTube, дистанційної комунікації - Zoom, а також роздрібною онлайн торгівлі- Amazon, Ebay, Rozetka та інші.

Зокрема, в перші місяці початку пандемії кількість користувачів Zoom Video Communications зросла з 10 до 200 млн. Ціна акцій Zoom, яка після виходу додатку на біржу у 2019 році, становила 36 доларів, а з початком пандемії 110 доларов, зараз на початок квітня 2021 становить 320 доларів.

Ще одним лідером під час пандемії є Amazon. За даними Factice [посилання](#), споживчі витрати на Amazon за травень-липень зросли на 60% порівняно з аналогічним періодом минулого року. Надзвичайна потужність компанії - вона займає 38% ринку електронної комерції, на 6% відстає Walmart - була під пильною увагою інвесторів задовго до COVID-19. Але локдаун тільки посилив домінування компанії. Зіткнувшись із закритими магазинами та порожніми полицями, клієнти звернулись до Amazon спершу за продуктами захисту від Covid-19, такими як дезінфікуючі засоби та маски для обличчя. Пізніше населення запаслося побутовими товарами та продуктами, а потім почалася хвиля замовлень канцелярського приладдя та обладнання для фітнесу, як спроба пристосуватись до перебування в приміщенні. Продажі ліків від кашлю та застуди зросли на 862% у річному обчисленні. Як наслідок, акції компанії зросли більше ніж на 1000 доларів з 1900 до 3080 доларів з квітня 2020 року до квітня 2021.

В компанії Netflix за рік додалося рекордних 37 мільйонів нових платних членств, згідно з останньою звітністю. У листі до інвесторів від 19 січня 2021 року, компанія зазначила : "Ми надзвичайно вдячні, що в ці надзвичайно складні часи ми змогли забезпечити наших членів по всьому світу джерелом втечі, зв'язку та радості, продовжуючи будувати наш бізнес"[4].

Для багатьох підприємств вирішальну роль зіграло вміння швидко переорієнтувати виробництво. У випадку з великим бізнесом це означало переспрямування фінансових і виробничих потужностей з більш ліквідних за продажами сегментів в менш ліквідні. Наприклад, німецька хімічна компанія BASF скоротила виробництво в сегментах "Матеріали" та "Промислові рішення", які виробляють хімічні засоби для промислового використання і розширило сегмент "Живлення та догляд".

У випадку з малим бізнесом та стартапами ситуація набрала більш небезпечних та критичних оборотів. Багато українських закладів в сфері готельно-ресторанного бізнесу зачинилися, будучи неспроможними сплачувати оренду приміщень; інший дрібний бізнес, що робив ставку на живу взаємодію з клієнтами, змушений був припинити функціонування. Наведемо далі кілька прикладів з вітчизняного досвіду.

Карамельна “LOL&POP”, що виготовляє авторські солодощі, постраждала від зменшення обсягу продажів на 30%. Насамперед, зменшилася кількість замовлень від корпоративних клієнтів, які замовляли солодощі з логотипами для своїх співробітників. Однак, власники бренду кажуть що свій штат їм не довелося скорочувати- вони надали перевагу тому, щоб перевести частину працівників на часткову зайнятість.

Власник особистого бренду рюкзаків “Gud bags” повідомляє, що увесь бізнес з початком пандемії майже повністю зупинився- попит на товар, який є атрибутом активного життя: спорту, подорожей, роботи - майже зник. Щоби вижити утриматись на ринку, бізнесу довелося перелаштуватися на виробництво масок.

1.3 Підтримка бізнеса в Україні: реструктуризація кредитів та податкові преференції

Для багатьох підприємств в першій половині 2020 року критично важливим стало залучення додаткових фінансових ресурсів ззовні для покриття своїх операційних витрат і продовження функціонування. Державні уряди, на яких лежить відповідальність за підтримання економіки на плаву в кризові періоди, розробили плани підтримки бізнесу різного розміру в коротко і середньостроковій перспективі. Плани підтримки включали в себе як зміни на законодавчому рівні, так і термінове надання позик бізнесу на поворотній та безповоротній основі. Плани урядової підтримки різнилися між країнами та залежали від наповненості державних бюджетів грошима.

Механізм підтримки бізнеса в Україні виглядав наступним чином.

Реструктуризація банківських кредитів для бізнесу. Реструктуризація банківських кредитів для бізнесу, який постраждав через пов'язані із пандемією обмеження, отримала назву “Кредитні канікули”[5].

Можливість реструктуризації кредитів висвітлюється постановою Правління НБУ №39 "Про особливості застосування вимог Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за акти вними банківськими операціями у зв'язку із запровадженням обмежувальних заходів", яка набрала чинності з 27 березня 2020 року [6].

Згідно з цією постановою, Національний банк України надає комерційним банкам низку рекомендацій щодо обслуговування кредитів в період карантинних обмежень, в тому числі в постанові йдеться про те, що реструктуризовані до кінця вересня 2020 року кредити не вважатимуться такими, на які поширюються ознаки дефолту.

НБУ рекомендує використовувати наступні підходи до реструктуризації:

- Подовжити термін виплати кредиту та відповідно звільнювати клієнтів від сплати основної суми кредиту на період не раніше закінчення дії карантинних обмежень;

- У разі більш суттєвих за складністю обставин банки можуть запропонувати клієнтам капіталізацію відсоткових платежів;

- На момент березня 2020 року через очікувані середньо- та довгострокові наслідки для різних видів підприємств НБУ рекомендував банкам орієнтуватися на те, що покращення платоспроможності клієнтів у скрутному фінансовому становищі відбудеться не раніше 3-го кварталу 2020 року.

Основними принципами щодо реструктуризації є:

- Умови та строк реструктуризації мають визначатися банком з урахуванням потреб окремого позичальника, для кожного з бізнесів- із урахуванням поточного фінансового стану, останньої фінансової звітності, вразливості сектору до поточної економічної кризи та перспектив відновлення. Метою реструктуризацій, з одного боку, є пом'якшення впливу

кризи на фінансовий стан клієнтів, а з іншого –запобігання втрати банками капіталу;

- Ініціаторами реструктуризації кредитів можуть бути як банки, так і їхні клієнти;

- Фізична присутність клієнтів у відділенні банку не є обов'язковою;

- Задля уникнення ризику зменшення ліквідності банки мають особливо ефективно працювати з платоспроможними клієнтами.

Підтримка роботодавців і працівників сфери малого та середнього бізнесу. Законом номер 3275 “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України, спрямованих на забезпечення додаткових соціальних та економічних гарантій у зв’язку з поширенням коронавірусної хвороби (COVID-19)” від 02.04.2020 було введено поняття тимчасового безробіття в період дії карантину [7].

Відповідно до закону, допомога по частковому безробіттю буде надана роботодавцям із малого та середнього бізнесу.

Задля отримання допомоги цим суб’єктам необхідно звернутися до локального органу центрального органу виконавчої влади, який здійснює державне регулювання у сфері зайнятості населення та трудової міграції. Роботодавці мають право на отримання допомоги за умови надання довідки про відсутність заборгованості з виплати заробітної плати та сплати ЄСВ на загальнообов’язкове державне соціальне страхування.

Допомога по частковому безробіттю може бути надана лише у випадку, якщо на підприємстві або цеху спостерігається невідворотне або тимчасове припинення виробництва від трьох до шести місяців, яке охопило мінімум 20% працівників і не залежить ні від працівників, ні від роботодавця. Розмір допомоги визначається за кожну годину, на яку працівникові скоротили робочий час передбачений законом, у розмірі двох третин тарифної сітки для працівника відповідного розряду.

Крім того, підприємства малого та середнього бізнесу мають можливість взяти участь у державних грантових програмах і отримати допомогу у фінансові, або не

фінансовій формі. Прикладами таких грантових програм є: Конкурс ваучерної підтримки малого бізнесу Львівської області, Програма часткового відшкодування процентних ставок за кредитами для суб'єктів малого і середнього підприємництва м. Києва (Фонд розвитку підприємництва), Компенсування витрат роботодавця у разі працевлаштування безробітного на створене ним нове робоче місце, Державна програма “Доступні кредити 5-7-9%” та інші [8].

Державна програма “Доступні кредити 5-7-9%” полягає в наданні бізнесу з річним доходом, що не перевищує 50 млн грн, кредитів за дуже низькими кредитними ставками як бонус за найм не менше ніж двох нових працівників протягом кварталу. При цьому за кожне нове робоче місце відсоткова ставка зменшується на 0.5% починаючи з 9%, але не може становити менше 5%. Кредит може бути наданий максимум на 5 років в разі інвестиційного проекту і максимум на 2 роки, якщо він використовується для кредитів та поповнення обігових коштів (останнє можливе до 25% від розміру кредиту).

Одночасно з заходами підтримки роботодавців до законодавства були внесені деякі положення щодо захисту праці робітників в період пандемії.

Нова редакція статті 113 Кодексу законів про працю містить розділ про порядок оплати часу простою працівника, а також при освоєнні ним нового виробництва. Згідно зі статтею, “...Час простою не з вини працівника, в тому числі на період оголошення карантину, встановленого Кабінетом Міністрів України, оплачується з розрахунку не нижче від двох третин тарифної ставки встановленого працівникові розряду (окладу)” [9].

Дане регулювання, яке спрямоване на захист прав робітників, тим не менш сприяє додатковому фінансовому навантаженню на роботодавців, що могло сприяти рішенню деяких бізнесів в короткий термін різко скоротити свій штат.

В редакції статті 60 робиться наголос на дистанційній (надомній) роботі працівників, згідно з якою при дистанційній роботі працівники можуть розподіляти свій робочий час на свій розсуд, і, якщо інше не передбачається в трудовому договорі, на них не поширюються правила внутрішнього трудового розпорядку. Виконання дистанційної роботи виключає будь-які обмеження обсягу трудових

прав працівників, а також зменшення розміру чи зміну строків оплати праці, яка має відбуватися відповідно до діючого трудового договору, якщо інше не передбачено письмовою домовленістю між роботодавцем і працівником.

Податкові преференції. Для зниження податкового навантаження в період карантину до податкового законодавства України було внесено кілька суттєвих змін, що забезпечують податкові преференції для бізнесу, різного за розміром та організацією.

З основних положень карантинних регулювань:

- Платники єдиного податку першої групи є тимчасово звільненими від сплати єдиного податку, а також від нарахування єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування в період з грудня 2020 року до травня 2021 року (пункт 529 підрозділу 10 розділу XX Кодексу). З ПКУ: платниками першої групи є фізичні особи - підприємці, які не використовують працю найманих осіб, здійснюють виключно роздрібний продаж товарів з торговельних місць на ринках та/або провадять господарську діяльність з надання побутових послуг населенню [10];
- Скасування більшості штрафів за порушення податкового законодавства і невчасної сплати податкових боргів та заборгованості зі сплати єдиного внеску. Зокрема, відстрочення погашення на період до 1 року податкового боргу у розмірі до 6800 грн для фізичних осіб – підприємців;
 - списання незначних сум податкового боргу (до 3060 грн);
 - прощення фінансових санкцій під час повного погашення боржником боргу, наявного на 1 листопада 2020 рік, за заявою платника податків. Це було запроваджено з метою стимулювати боржників самостійно погасити основну суму податкового боргу. Згідно з даними Головних управлінь ДПС у різних областях України станом на 22 січня 2021 року платниками було подано 163 заяви про участь у процедурі списання штрафних санкцій та пені за умови погашення основної суми податкового боргу. При тому загальна сума боргу, що належить погашенню, складає 253,6 млн грн, а сума штрафів і пені, які обліковувалися станом на 01.11.2020 і які підлягатимуть списанню - 143,4 млн

гривень. Станом на 22.01.2021 даними платниками була сплачена основна сума боргу у розмірі 49,7 млн гривень;

- строк списання заборгованості зі сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування для фізичних осіб-підприємців перенесено на 1 березня 2021 року;

- Відповідно до пункту 52 розділу XX ПКУ було встановлено мораторій на проведення документальних та фактичних перевірок державною податковою службою, починаючи з 18 березня 2020 року до останнього календарного дня місяця завершення карантину, окрім позапланових перевірок на звернення платника податків та обліку акцизних товарів, таких як тютюн, пальне та алкогольні напої;

- Звільнення від ПДВ операцій з ввезення на територію України або постачання товарів (у тому числі лікарських засобів), необхідних для виявлення і запобігання поширення коронавірусної хвороби;

- Здійснення виплат юридичним особам одноразової компенсації сплаченого єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування. Наприкінці грудня 2020 року державна податкова служба України направила до Казначейства запит щодо перерахування коштів 1544 юридичним особам-суб'єктам господарювання, загальною сумою в 204,6 млн грн. Вказану суму вже було перераховано Казначейством на рахунки платників податків.

Підтримка агробізнесу. У державному бюджеті України на 2021 рік передбачено 4,7 млрд грн на підтримку аграрно-промислового комплексу за наступними програмами: розвиток фермерських господарств (дотація на утримання корів, субсидія для нових фермерських господарств на одиницю оброблюваних угідь, фінансова підтримка обслуговуючих аграрних кооперативів тощо); розвиток тваринництва; здешевлення сільськогосподарської техніки та обладнання вітчизняного виробництва (компенсація надається у розмірі 25% від вартості придбаної товаровиробниками сільськогосподарської техніки та обладнання); програма здешевлення кредитів; фінансова підтримка розвитку

садівництва, виноградарства та хмелярства (відшкодування до 30% вартості прийнятих в 2020 році в експлуатацію приміщень із зберігання та переробки плодово-ягідної продукції, а також вартості основних засобів, отриманих послуг і виконаних робіт); підтримка та розвиток приватних меліоративних систем, а також надання державних грантів для розвитку державних меліоративних систем. За попередньою оцінкою, близько 9 тис агропідприємств зможуть отримати допомогу за цими програмами [11].

Інформаційна підтримка бізнесу. Також важливим видом державної підтримки підприємств під час пандемії є інформаційна підтримка, яка полягає в наданні бізнесу доступу до різних інформаційних сервісів та платформ, які спрощують функціонування бізнесу, в тому числі дозволяють запобігти купі бюрократичних процесів. Наприклад, онлайн-платформа «Дія. Бізнес», яка дозволяє за 2 робочі дні (і 10 хвилин власне заповнення заяви) зареєструвати ФОП, також говорить про те, що якщо у фізичної особи-підприємця загальна система оподаткування, то на період карантину ця особа може вести свою діяльність і облік доходів без реєстрації книги обліку, проте протягом 3 місяців з дня закінчення карантину книгу обліку необхідно подати в Центр обліку платників податків. Ця ж платформа пропонує безкоштовні онлайн та офлайн консультації для вже існуючого малого та середнього бізнесу, проте поки цей додаток працює у тестовому режимі.

1.4 Заходи підтримки бізнесу в Німеччині: доступні кредити, податкові пільги та гранти для малого бізнесу

Доступні кредити. Задля того, щоби звести до мінімуму негативний ефект коронавірусної пандемії на працівників та компанії, німецький уряд в кінці березня 2020 року постарався забезпечити ліквідністю всі компанії, самозайнятих осіб та фрілансерів, які того потребують. З цією метою він надав значну кількість допоміжних позик через KfW. KfW - дослівно, “Корпорація позикових реконструкцій”- це німецький державний банк, в якому 80% акцій належить федеральному уряду Німеччини, і 20% - федеральним землям Німеччини.

Заснований в 1948 році, він дає поштовх для розвитку економіки, суспільства та екології в Німеччині та Європі, але також поза межами Європи, насамперед у сферах середнього бізнесу, стартапів, охорони навколишнього середовища, житла, інфраструктури, фінансування освіти та експорту. В 2020 році вимоги до позик KfW були значно пом'якшені, а умови покращені, щоб швидко та ефективно допомогти якомога більшій кількості компаній. Мінімальні вимоги до кредитоспроможності компанії, які в застосовуються при наданні кредитів KfW, були значно зменшені. Також KfW бере на себе найбільшу частину зобов'язань за цими позиками (від 80 до 90 відсотків). Для того, щоб досягти швидкої виплати, процеси спрощуються, наприклад, шляхом оцінки ризику неплатоспроможності клієнта виключно його домашнім банком, якщо кредит не перевищує 3 мільйонів євро [12].

Для компаній будь-якого розміру наразі доступні наступні кредитні програми:

- KfW підприємницький кредит (для компаній, існуючих на ринку понад 5 років);
- Початковий ERP кредит (молоді компанії, що існують менше 5 років, або великі компанії, що беруть кредит з метою інвестицій).

Підприємницький кредит надається на закупівлі та операційні витрати бізнеса з відсотковою ставкою, заниженою на 1-2.12%, що варіюється для кожного клієнта, на загальну суму до 100 млн євро і терміном погашення до 10 років (перші 2 роки погашення не є обов'язковим). Відповідальність за ці кредити несе KfW. Максимальна сума позики обмежена:

- 25% річного обороту в 2019 році, або
- сума вдвічі більше суми виплачених заробітних плат у 2019 році, або
- сума, що є вимогою до ліквідності протягом 18 місяців для малих та середніх компаній або 12 місяців для великих компаній, або
- для позик понад 25 млн. євро: 50% від загальної суми боргу або 30% від загальної суми балансу.

Для того, щоби отримати даний вид кредиту, клієнту необхідно звернутися до свого домашнього банку [13].

Початковий кредит (ERP-Gründerkredit – Universell) може бути наданий компаніям в двох випадках. По-перше, якщо компанія знаходиться на ринку від 3 до 5 років, то вона зазвичай припадає в найбільш ризикову категорію, відповідно максимально можливий розмір кредита для таких компаній становить 800.000 євро з терміном погашення до 10 років. Переважно він надається компаніям для покриття їх операційних витрат.

По-друге, кредит може бути наданий компанії будь-якого віку, наприклад, для запуску бізнесу (також за сумісництвом), для правонаступництва компанії, поглинання або для різноманітних інвестицій та консолідаційних заходів. В цьому випадку, як і в випадку з підприємницьким кредитом), кредит може бути наданий компанії (групі компаній) на суму не більше ніж 100 млн євро на поглинання або довгострокові інвестиції з терміном погашення до 20 років [14].

Крім того, для середнього й великого бізнесу з середнім оборотом 2 млрд євро на рік, можуть бути надані KfW кредити на зростання. Вони надаються для інвестицій та ресурсів у сферах інновацій та оцифрування для вітчизняних та іноземних компаній. Ці кредити мають гнучку структуру фінансування та умови надання, а також легкий доступ, оскільки KfW несе частину ризику за них. Фінансування KfW може становити до 70% фінансування проекту, щоб забезпечити належне партнерство між KfW та партнерами з фінансування, і не повинно призвести до того, що KfW візьме на себе найбільший ризик. За бажанням, банки-учасники можуть рефінансувати KfW на двосторонній основі [15].

Програма невідкладної допомоги Soforthilfe [16]. Soforthilfe- це федеральний грант розміром 50 млрд. євро для надання невідкладної допомоги малому бізнесу, фрілансерам та самозайнятим особам з кінця березня 2020 року по 31 травня 2020 року (останній термін подачі). Ці кошти були спрямовані на надання одноразових грантів на покриття операційних витрат протягом трьох місяців. Кошти в межах програми Soforthilfe надаються на безповоротній основі з уникненням багатьох бюрократичних процесів.

Ця федеральна програма доповнює інші програми, які вже були прийняті німецькими землями. З цієї причини місцеві органи земель нестимуть

відповідальність за розгляд усіх заяв з метою забезпечення єдиних процедур надання грантів.

Відповідно до правил програми Soforthilfe, фінансування могло бути наданим наступним соціальним групам:

- Самозайняті особи (особи, які є самозайнятими, тобто не мають найманих працівників);
- Фрілансери та
- Мікропідприємства (незалежно від юридичної форми), що мають до 10 працівників, які працюють повний робочий день...

І відповідають наступним умовам:

- розміщенні і зареєстровані для оподаткування в Берліні і там на них нараховуються податки,
- були засновані до 12 березня 2020 року,
- продовжують вести свою основну діяльність
- потрапили в економічні труднощі через пандемію та мають низьку ліквідність.

Публічні компанії, компанії з більше ніж 10 співробітниками, а також ті, що були в економічно складному становищі до початку пандемії, а також частково самозайняті особи не мали змоги отримати фінансування.

Фінансування здійснювалося в наступних межах:

- Самозайняті особи та підприємства, що мають до п'яти працівників, отримують гранти до 9000 євро;
- Самозайняті особи та підприємства, що мають до 10 працівників, отримують до 15 000 євро.

Точна сума вираховувалася з нестачі ліквідності на наступні 3 місяці за формулою: поточний дохід (прогнозований) за наступні 3 місяці ./.. поточні матеріальні та фінансові витрати за наступні 3 місяці.

Наступні витрати можуть бути враховані:

- Орендна плата та лізингові платежі за комерційні приміщення (якщо орендна плата була зменшена орендодавцем щонайменше на 20%, витрати на оренду можуть братися 5 місяців)

- Страхові внески на комерційну діяльність

- Відсотки, лізингові розстрочки та погашення виплат за товари та послуги (якщо ще не була надана відстрочка)

- Витрати на транспортний засіб (страхування / лізингові витрати), якщо транспортний засіб необхідний для ведення господарської діяльності.

Не відшкодовувалися витрати на персонал, заробітну плату директорів, внески на медичне страхування тощо.

Податкове регулювання під час пандемії [17]. У 2020 році Німеччина також внесла кілька змін до свого податкового законодавства для підтримки бізнесу під час та після пандемії COVID-19. Весною 2020 року Федеральне міністерство фінансів Німеччини узагальнило різні податкові заходи наступним чином:

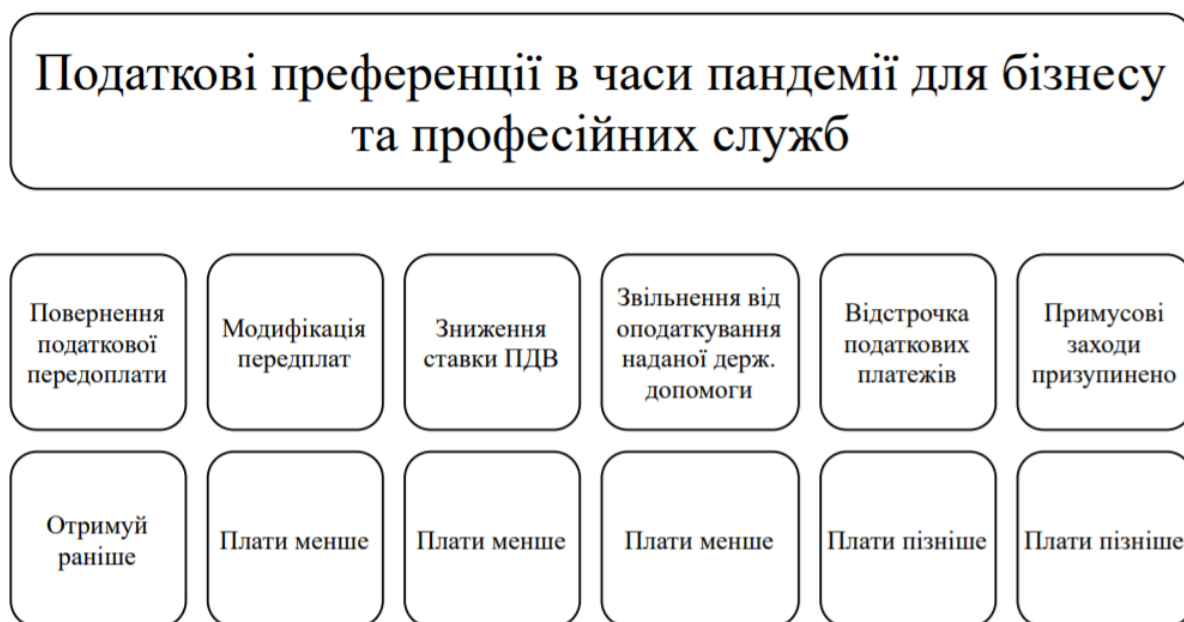


Рисунок 1.1 – Податкові преференції в Німеччині для бізнесу

Джерело: складено автором на основі даних [17].

На діаграмі чітко видно ефект від різних заходів. З одного боку, вони націлені на те, щоб платники податків отримували відшкодування податку раніше, наприклад

через поточні збитки, або щоб податкові платежі були здійснені пізніше. Це збільшує короткострокову ліквідність підприємств. З іншого боку, податкове навантаження зменшується за рахунок зменшення податкової ставки або звільнення від сплати податків.

Вже в березні 2020 року Міністерство фінансів проголосило про пом'якшення зобов'язань щодо сплати податків. Наприклад, так зване “катастрофічне полегшення” від 19 березня 2020 року містить норми щодо безвідсоткової відстрочки передоплати податків на прибуток та податку з продажів до 31 грудня 2020 року, яке потім було продовжено до 31 березня 2021 року.

16 червня 2020 року в податкове законодавство було внесено кілька змін:

- Зниження ставки ПДВ на послуги ресторану та громадського харчування з 19% до 7% з 1.07.2020 до 30.06.2021;

- Субсидії роботодавців на короткострокові виплати були звільнені від оподаткування;

- Реструктуризація фірм: тимчасове продовження періоду реструктуризації;

Лише через 2 тижні після того вийшов новий закон щодо заходів оподаткування в період пандемії, основними положеннями якого були:

- ПДВ: загальне зниження ставки ПДВ з 19% до 16% та 7% до 5% з 1.7.2020-31.12.2020;

- Внесення змін до розміру Loss carry-back. Loss carry-back- положення з німецького податкового законодавства, яке дозволяє переносити збитки одноосібних підприємств та корпорацій за поточний рік на попередній рік. Таким чином, для попереднього року перераховується розмір податкової бази, і, відповідно, сума податків що мала бути сплаченою, і різниця між дійсною сумою та новою перерахованою сумою повертається урядом підприємству. Як приклад, в 2020 році підприємство отримало 1 млн євро збитків, а в 2019 році- 2 млн євро прибутків, з яких сплатило 700 тис податків. При застосуванні loss carryback 1 млн поточних збитків віднімається з прибутку в 2 млн 2019 року, і нова податкова база- 1 млн євро в 2019 році має відповідно оподатковуватись податками у розмірі близько 350 тис євро.

Решта 350 тис євро має бути повернена урядом підприємству. Отже, в 2020 році відповідно до внесених змін максимальний розмір Loss carry-back було збільшено з 1 млн євро до 5 млн євро. Крім того, підприємствам дозволялося раніше кінця 2020 року в разі очікуваних серйозних збитків вже в серпні 2020 року запросити в держави повернення сплачених податків за 2019 рік у розмірі 30% від загальної суми.

- Амортизація методом зменшення залишкової вартості: зазвичай усі рухомі активи амортизуються за прямолінійним методом для цілей оподаткування. У 2020 та 2021 роках як альтернатива може бути обраний метод зменшення залишку балансу на 25%, який полягає в зменшенні суми відрахувань протягом терміну корисного використання активів;

- Зниження податку для приватного користування автомобілями без викидів CO₂, що надаються роботодавцями;

- Подовження терміну відрахування інвестицій;

- Продовження періодів реінвестування;

- Податковий кредит для бізнесу: Збільшення коефіцієнта з 3,8 до 4,0.

Податковий кредит в Німеччині полягає в дозволі на зменшенні сплачених податків на певний відсоток з метою запобігання подвійного оподаткування та дотримання принципу платоспроможності, відповідно до якого однаковий рівень доходу з різних джерел має оподатковуватись однаково:

- Збільшення “знижки” на податок для бізнесу для витрат на фінансування зі 100 000 до 200 000 євро;

- Податковий кредит на R&D: збільшення максимального кредиту.

Розглянемо детальніше випадок із «loss carry-back» - практика, яка не зустрічається в українській податковій системі.

Перенесення збитків із фіксованою ставкою було спочатку запроваджено у квітні (постанова Міністерства фінансів від 24 квітня 2020 р.) зі ставкою у 15% від прибутку 2019 року з максимальним перенесенням збитків у обсязі 1 млн євро. Тому платники податків, які явно постраждали від кризи і, таким чином, мали зазнати збитків у 2020 році, могли подати заявку на попереднє відшкодування

втрат, наприклад, у квітні 2020 року. Корпорація, яка отримала, наприклад, 6,6 млн. євро прибутку в попередньому році, могла отримати тимчасове відшкодування податку розміром $6,6 \text{ млн. євро} \times 15\% \text{ (фіксована ставка)} \times 15\% \text{ (податок на прибуток підприємств)} = 148\,500 \text{ євро}$ і, таким чином, швидко збільшити свою ліквідність.

У червні 2020 року було внесено нові тимчасові зміни, які тепер дозволяли відшкодування податкових платежів зі ставкою 30% від прибутку 2019 року (тим часом максимальний розмір зменшення прибутку був збільшений з 1 млн грн до 5 млн.). Якщо припустити, що прибуток у 2019 році як в попередньому прикладі продовжував становити 6,6 млн. євро, а податкова переоцінка відбулося у вересні 2020 р., то корпорація у вересні могла вимагати в держави повернення податку в розмірі ще 15%, тобто 148 500 євро.

Якщо ж на кінець 2020 року реальні збитки підприємства становили менше, ніж податкова база вже отриманих відшкодувань, підприємство мало повернути державі відповідні кошти.

Перенесення збитків є дуже позитивним з точки зору бізнесу. Компанії отримують гроші через порівняно невелику бюрократію (з якою їм тим не менш напевно довелося зіткнутися наприкінці 2020 року при оцінюванні податків за 2019 та 2020 роки). Деякі експерти вимагали тимчасово продовженого періоду перенесення на 3-5 років. Цьому не слідували політики.

Об'єднанні сили країн в регулюванні кризи. Німецький уряд поєднує свої заходи з кроками інших урядів Європи та прийняв план Європейської Комісії щодо створення Інвестиційної ініціативи реагування на коронавірус з бюджетом в 25 млрд. євро.

Європейська Комісія розпочала у квітні 2020 року два пакети заходів: Ініціативу щодо реагування на коронавірус (CRII) та Ініціативу щодо реагування на коронавірус Plus (CRII +), які були швидко схвалені Європейським Парламентом та Європейською Радою. Гнучкість CRII використовується для протидії потенційним затримкам у поточних проектних викликах та забезпечення ліквідності

бенефіціарів. Приблизно 64 мільйони євро використовуються на підтримку бізнесу, особливо на оборотні кошти малих та середніх підприємств.

Утвердження цих ініціатив супроводжувалося також презентацією пакету REACT-EU. Регламент REACT-EU (Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe) був прийнятий 23 грудня 2020 року і передбачає фінансування розміром 47.5 млрд євро.

REACT-EU- це додаткові ресурси, які слід використовувати для проектів, що сприяють зміцненню кризових можливостей у контексті коронавірусної кризи, а також інвестиціям в операції, що сприяють підготовці екологічного, цифрового та стійкого відновлення економіки. Успішне впровадження REACT-EU залежить від правильного розподілу фінансів, швидкості та повної гнучкості правил впровадження. Ці додаткові ресурси будуть розподілені державам-членам ЄС у 2021 та 2022 роках з Європейського фонду регіонального розвитку (ЄФРР), Європейського соціального фонду (ЄСФ), Європейського фонду допомоги найбільш вразливим (FEAD). Зокрема, та частка ресурсів, що надходитиме з ЄСФ, буде використовуватися для збереження робочих місць та підтримки самозайнятих осіб, а також для створення нових робочих місць, зокрема для найбільш вразливих груп населення; для проведення заходів щодо працевлаштування молоді тощо[18].

Підсумовуючи, Україна як держава з обмеженими фінансовими ресурсами з початком коронавірусної пандемії надала бізнесу усю посильну допомогу через зміни у законодавстві та інформаційну підтримку. У підприємств з'явилася можливість реструктуризації кредитів і пізнішої виплати за ними, відстрочення сплати податків та скасування окремих видів податків; наймані працівники були частково захищені допомогою по частковому безробіттю. Німеччина, чия економічна політика в часи пандемії була за своєю структурою схожа на політику українського уряду, тим не менш мала достатньо ресурсів для більш суттєвих заходів. Малому бізнесу та самозайнятим особам країна надала підтримку у вигляді грошових грантів на безповоротній основі, які допомогли покрити збитки за перші місяці пандемії. Бізнеси усіх розмірів отримали доступ до дешевих банківських кредитів, відповідальність за сплату яких взяв на себе KfW. Податкове регулювання

теж сприяло наданню бізнесу більшої ліквідності шляхом повернення частини сплачених податків за попередній 2019 рік, та повернення передплат за деякі податки за 2020 рік. Тим не менш, успішність функціонування бізнесу в кризовому 2020 році насамперед була зумовлена галуззю, в якій бізнес оперує - певні галузі понесли величезні збитки, в той час як інші набули не бачених до того темпів росту. В наступному розділі роботи буде розглянута галузь, яка стрімко розвивається в Україні і складає велику частку ВВП країни – аграрна сфера, і проведена порівняльна фінансова діагностика провідної української корпорації в цій галузі KERNEL та німецької корпорації зі спільним видом діяльності KWS. Особливий наголос буде зроблений на фінансових результатах компаній в 2020 році задля визначення впливу пандемії на цю сферу господарювання.

РОЗДІЛ 2 ПОРІВНЯЛЬНА ФІНАНСОВА ДІАГНОСТИКА АГРАРНИХ КОРПОРАЦІЙ KERNEL ТА KWS SAAT SE & CO ТА ДИНАМІКА ОСНОВНИХ ПОКАЗНИКІВ В ЧАСИ ПАНДЕМІЇ

2.1 Загальна характеристика компаній KERNEL та KWS

Вітчизняна та німецька корпорації KERNEL та KWS SAAT SE & Co, які оперують в сільськогосподарському секторі і мають споріднену діяльність, мають капіталізацію 876 та 2201 млн доларів відповідно. Фінансова діагностика охоплює 7 років існування компаній на ринку і, крім порівняння діяльності двох корпорацій між собою, має на меті також порівняння компаній з ринком.

Kernel Holding S.A. діє як диверсифікована сільськогосподарська компанія в Україні, Європі та Північній Америці. Компанія працює у *трьох сегментах*: переробка олійних культур, інфраструктура та торгівля, та сільське господарство.

Сегмент переробки олійних культур бере участь у виробництві, переробці, розливі, збуті та дистрибуції соняшникової олії в пляшках; також він виробляє та продає сиру та рафіновану соняшкову олію оптом, а також продукти харчування.

Сегмент інфраструктури та торгівлі надає послуги з переробки та перевалки зерна в порту Чорноморськ; послуги з очищення, сушіння та зберігання зерна та олійних культур; власні торговельні та силосні послуги, а також послуги з постачання та мерчандайзингу оптової соняшникової олії та зернових. Україна досягла рекордного врожаю зерна в сезоні 2019/20, що склав 73 мільйони тон, що на 8% більше порівняно з минулим роком. Зростання було зумовлене сильним вирощуванню пшениці та ячменю завдяки більшим площам та вигідним умовам вирощування, тоді як урожай кукурудзи лише трохи покращився порівняно з минулим роком, тим не менш, встановивши черговий рекорд. Зі стагнацією внутрішнього споживання зерна в Україні обсяги експорту зерна прискорились у 2019/20 році досягнувши 55 мільйонів тонн, що на 10% більше у порівнянні з минулим роком, що робить Україну другим за величиною зерна експортером у всьому світі з 15% світового зерна. Україна має позицію залишатися важливим

гравцем на міжнародному ринку зерна як завдяки своїй великій площі сільськогосподарських угідь, так і завдяки стратегічному розташуванню на Чорному морі. Україна ідеально позиціонується для експорту на середземноморський ринок як найближчий найбільший виробник зерна з розвиненою інфраструктурою перевалки зерна, що забезпечує логістичні та економічні переваги. Є глибоководні комерційні

морські порти, з'єднані з великою залізничною мережею, що обслуговує більшість зернових елеваторів у країні.

Фермерський сегмент займається сільським господарством та виробництво кукурудзи, пшениці, сої, насіння соняшнику та ріпаку. Також компанія експортує свою продукцію.

Kernel Holding S.A. був заснований в 1995 році, головний офіс знаходиться в Києві.

В Україні Кернел конкурує з створеними інтернаціональними торговими будинками (COFCO, Cargill, ADM, Bunge, Louis Dreyfus, Glencore), корпораціями ASTARTA Holding N.V., Ros Agro PLC, МНР, а також з численними місцевими колегами, в тому числі з Nibulon, що є третім найбільшим експортером зерна в Україні. Хоча всі найбільші експортери мають свої порти для експорту зерна в портах, більшості з них бракує достатньої мережі силосів та вагонів для зерна, не кажучи вже про відсутність власного сільськогосподарського бізнесу. Всі ці фактори в сукупності дозволяють Кернелу вигравати цю гонку в цьому секторі.

На рисунках 2.1 та 2.2 наведено структуру доходів та операційного прибутку Кернел по сегментах. Як бачимо, найбільшу частку доходів та операційного прибутку корпорацій складає сегмент інфраструктури та торгівлі, який займається вирощуванням й експортом зерна, друге місце займає виробництво олії.

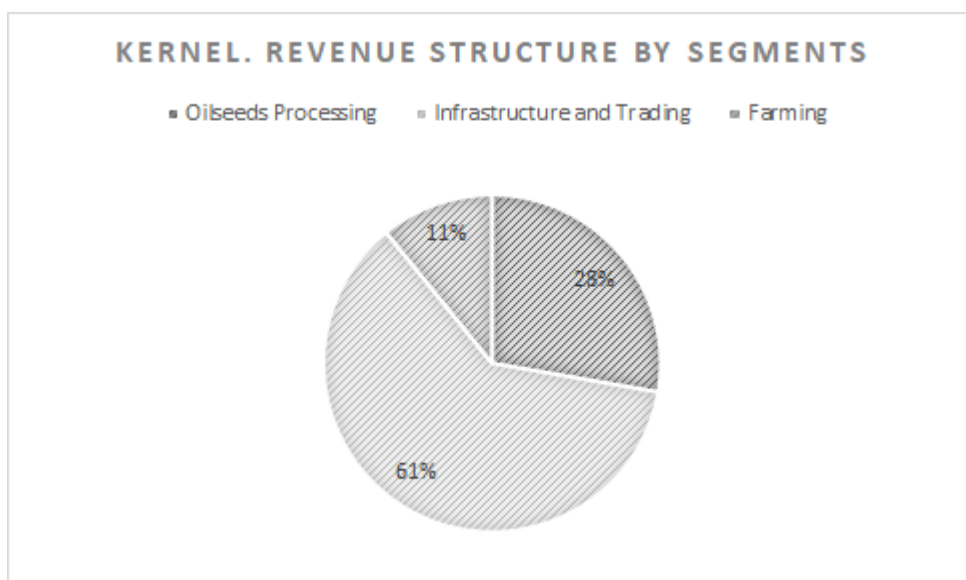


Рисунок 2.1 - Структура доходів Кернел по сегментах в 2019 році

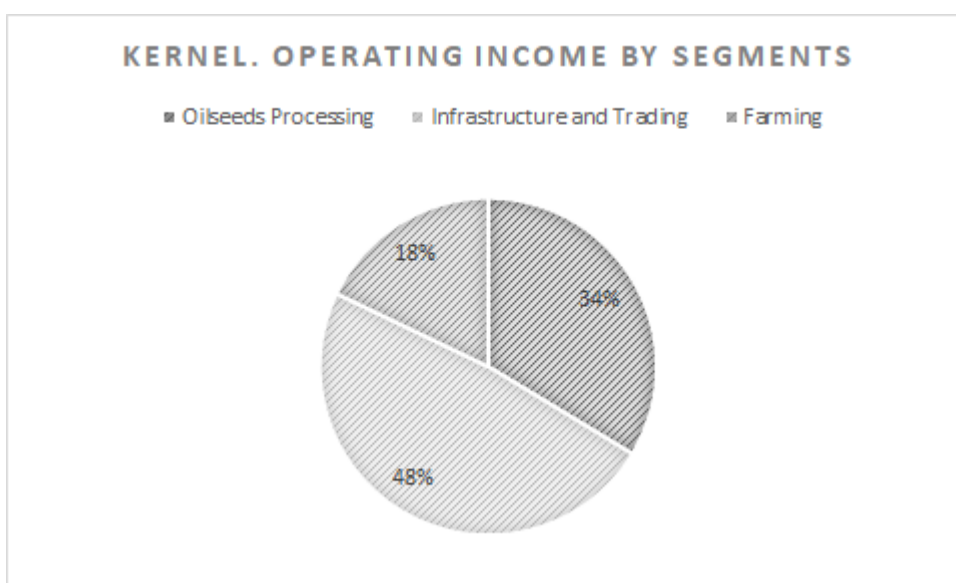


Рисунок 2.2 - Розподіл операційного прибутку Кернел по сегментах в 2019 році
Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

З 2007 року акції корпорації торгуються на Варшавській фондовій біржі. У 2017 році Кернел успішно виступив на ринку євробондів, розмістивши на Ірландській фондовій біржі облігації на суму 500 млн доларів терміном 5 років зі ставкою 8,75%.

На рисунку 2.3. наведена динаміка зміни ціни акцій компанії за останні 2 роки. Ми бачимо різке падіння ціни в березні-квітні 2020 року із початком пандемії, через 3 місяці після якого ціна вирівнялася і наразі є вищою за докризовий рівень і становить 53 PLN (11,7 EUR).

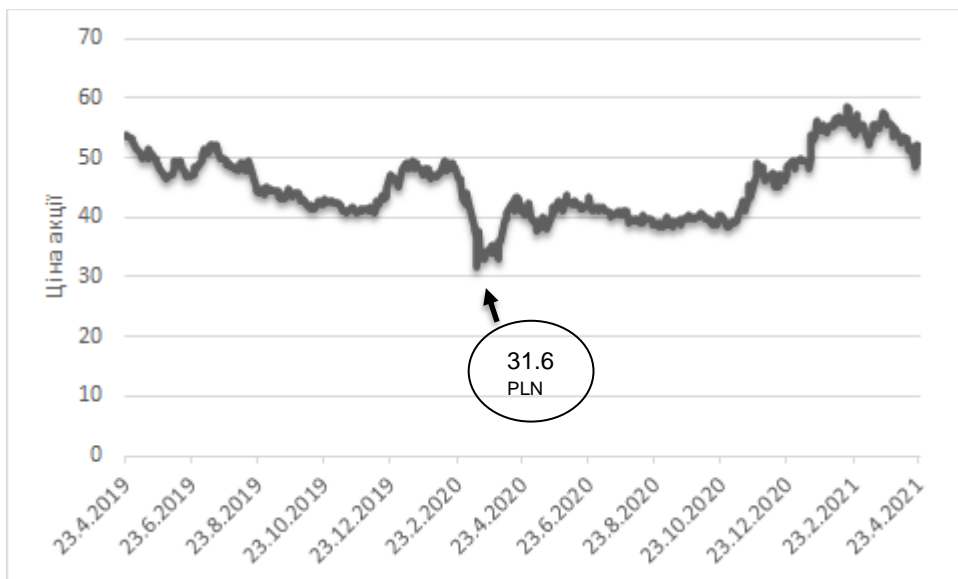


Рисунок 2.3 - Динаміка зміни ціни акції Кернел за 2 останні роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

У 2020 році компанія виплатила дивіденди у розмірі 21 млн. доларів США, розподіливши 11% прибутку, що належить акціонерам Kernel Holding S.A. в фінансовому 2019.

KWS SAAT SE & Co. KGaA -це німецька компанія, яка разом зі своїми дочірніми компаніями займається розробкою, виробництвом та розподілом насіння для фермерів у всьому світі. Компанія також працює у *трьох сегментах*: кукурудза, цукровий буряк та зернові культури. Сегмент кукурудзи пропонує насіння кукурудзи, ріпаку, соняшнику, сорго, проса та польових культур. Сегмент цукрових буряків забезпечує цукровий буряк та енергетичні насіння буряка, а також корм для тварин. Сегмент зернових культур включає розведення, виробництво та розподіл насіння жита, пшениці, ячменю та ріпаку. На жито припадає найбільша частка доходів від зернових (понад 40%), за ним ідуть ріпак, пшениця та ячмінь (загальна сума близько 45%). Залишок компанія генерує з інших культур, таких як сорго, горох, урожай (наприклад, гірчиця) та овес. На її основних ринках насіння зернових культур (Німеччина, Польща, Великобританія, Франція та Скандинавія) фермери переважно висівають урожай восени. Отже,

більша частина доходу в цьому сегменті генерується у першій половині фінансового року (з липня по грудень).

Окрім операційних сегментів, існує також корпоративний сегмент, який за великим рахунком не здійснює жодної операційної діяльності. Відносно низький чистий обсяг продажів забезпечується доходами від власних ферм у Німеччині, Франції та Польщі. Оскільки основні витрати на дослідження групи KWS та витрати на адміністративні функції зараховуються до корпоративного сегменту, дохід, як правило, негативний.

KWS SAAT SE & Co була заснована в 1856 році та має головний офіс у місті Ейнбек, Німеччина.

На діаграмах 2.4 та 2.5 відображена структура доходів та операційного прибутку KWS по сегментах: більше половини доходів компанії припадає на зернові культури, в той час як більшість операційного прибутку приносить цукровий буряк, отже, цей сегмент компанії є найбільш прибутковим.

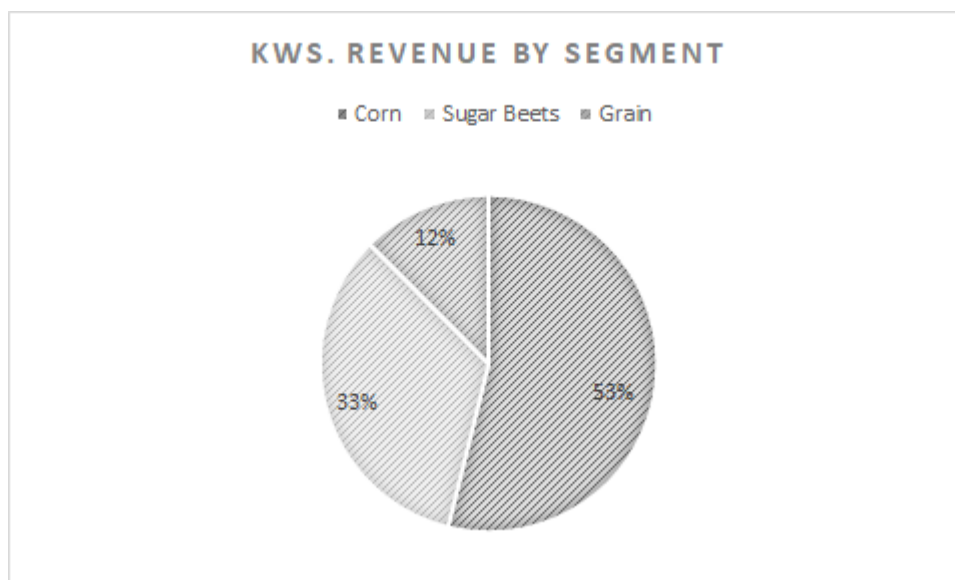


Рисунок 2.4 - Структура доходів KWS по сегментах в 2019 році

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

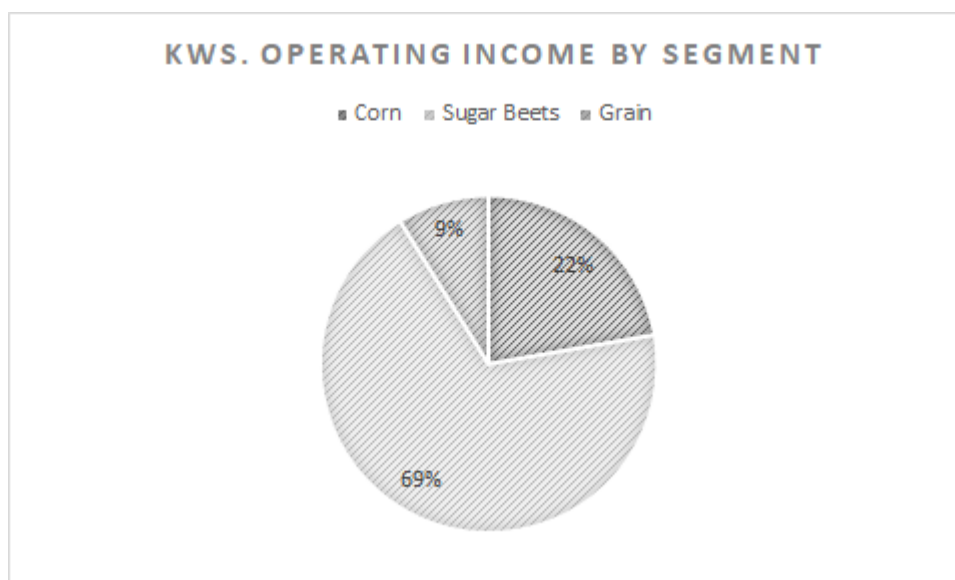


Рисунок 2.5 - Розподіл операційного прибутку KWS по сегментах в 2019 році
Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

На рисунку 2.6 ми можемо спостерігати динаміку зміни ціни акції KWS за останні 2 роки, яка дуже нагадує динаміку ціни Кернел.

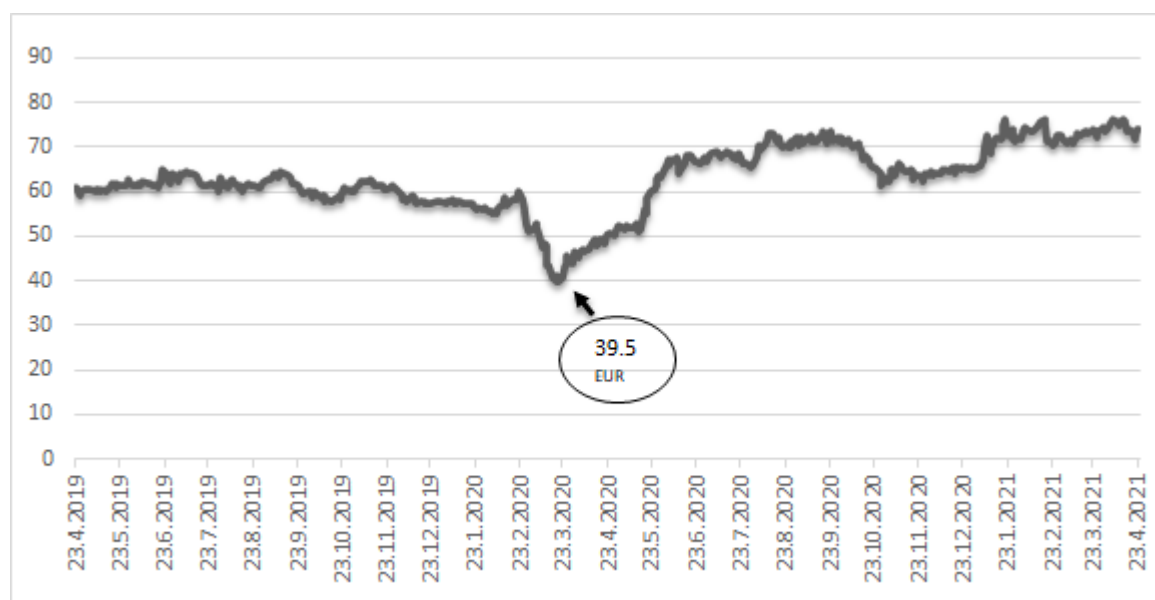


Рисунок 2.6 - Динаміка зміни ціни акції KWS за квітень 2019- квітень 2021
Джерело: складено автором на основі даних [23].

Подібно Кернел, ціна сильно впала в березні 2020 року, однак із другої середини квітня ціна почала стабільно зростати, і наразі, на кінець квітня 2021 року,

становить 74.5 євро, що майже вдвічі перевищує ціну в час найбільшого ринкового шоку.

2.2 Аналіз рентабельності корпорацій

В Кернел за 2014-2020 роки спостерігалися сильні коливання в зміні рівня доходів. До 2018 року приріст загального доходу компанії був від'ємним, і потім почав поступово зростати, аж поки в 2019 році він сягнув своєї рекордної величини, перевищивши дохід попереднього року на 65%. Це відбулося в основному через рекордний обсяг експорту зерна з України в 2019 році внаслідок багатого внутрішнього врожаю, найвищого рівня закупівель зерна від фермерів в Україні, а також внаслідок торгових операцій Avere. В 2020 році загальний дохід компанії залишився на сталому рівні, незважаючи на кризу. Приріст був незначний, але додатний і становив 4% (рисунок 2.7).

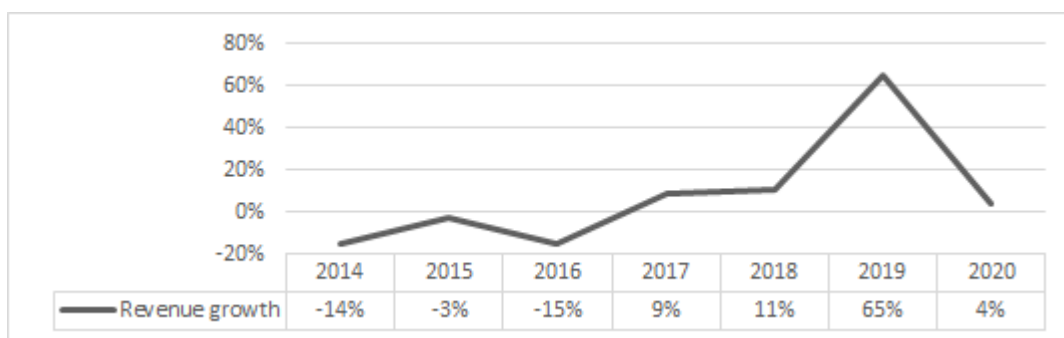


Рисунок 2.7 - Приріст чистого доходу Кернел за 2014-2020 роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

Динаміка зміни рентабельності Кернел за останні 7 років є дуже нестабільною. В період з 2015 по 2017 роки компанія характеризувалася високими показниками рентабельності, в тому числі чиста рентабельність реалізації в 2016 році сягала 11%. В 2018 році валова рентабельність компанії різко впала з 20% до 6%, супроводжуючись падінням всіх інших марж. Однак, варто зауважити, що в 2020 році прибутковість компанії не значно погіршилася- чиста рентабельність

реалізації впала до 4%, залишаючись додатною, в той час як інші показники дещо зросли.

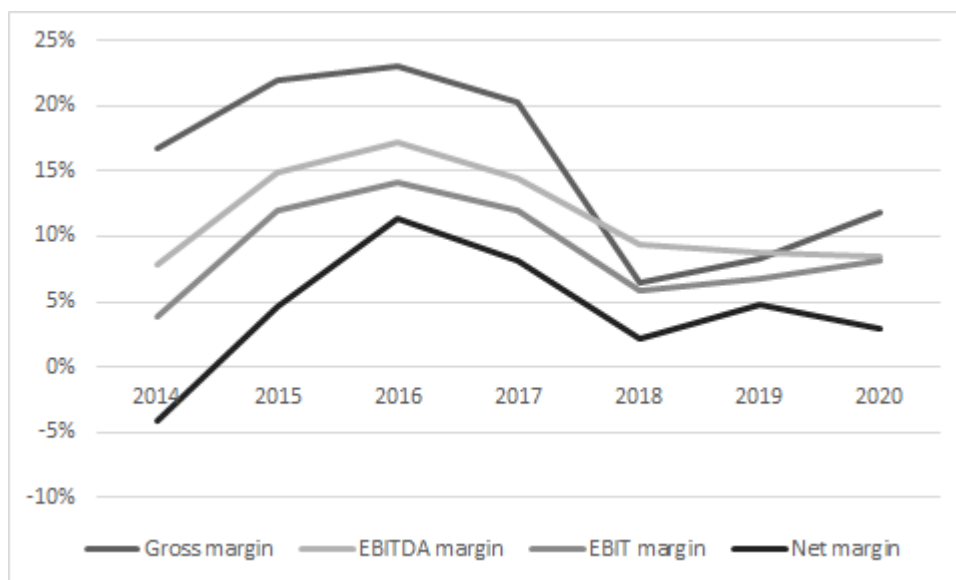


Рисунок 2.8 - Динаміка показників рентабельності Кернел, 2014-2020 роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

За золотим правилом економіки темп приросту активів має бути більше 1, та меншим за темп приросту чистого доходу, який в свою чергу повинен бути меншим за темп приросту чистого прибутку. За 2020 рік ми спостерігаємо в Kernel протилежну картину, коли сума активів зросла на 29%, в той час як чистий дохід всього на 4%, а чистий прибуток зменшився порівняно з попереднім роком. Отже, золоте правило економіки для компанії не виконується.

Таблиця 2.1 Темпи приросту активів та фінансових результатів Кернел

Показники, млн. доларів	За звітний період. (2020 р.)	За попередній звітний період, (2019 р.)	Темп приросту, (2020 року до 2019 року)%
Чистий дохід	4106.78	3 960.23	3.7%
Активи	3 164.70	2 463.60	28.5%
Чистий прибуток	117.87	189.46	-37.8%

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

На рисунку 2. відображена динаміка рентабельності власного (ROE) і вкладеного капіталу (ROIC), а також рентабельності активів (ROA).

Добре спостерігається залежність між трьома показниками, з діаграми можна також побачити найбільш успішні для Kernel роки - 2016 рік та 2019. В 2014 році під час економічної кризи в Україні всі показники були від'ємні - компанія постраждала від девальвації національної валюти та понесла збитки. В 2020 році показники рентабельності власного та інвестованого капіталу впали на 4-6% порівняно з попереднім роком, проте залишилися додатними, що знову говорить про те, що Kernel відносно легко переніс початок коронавірусної кризи.

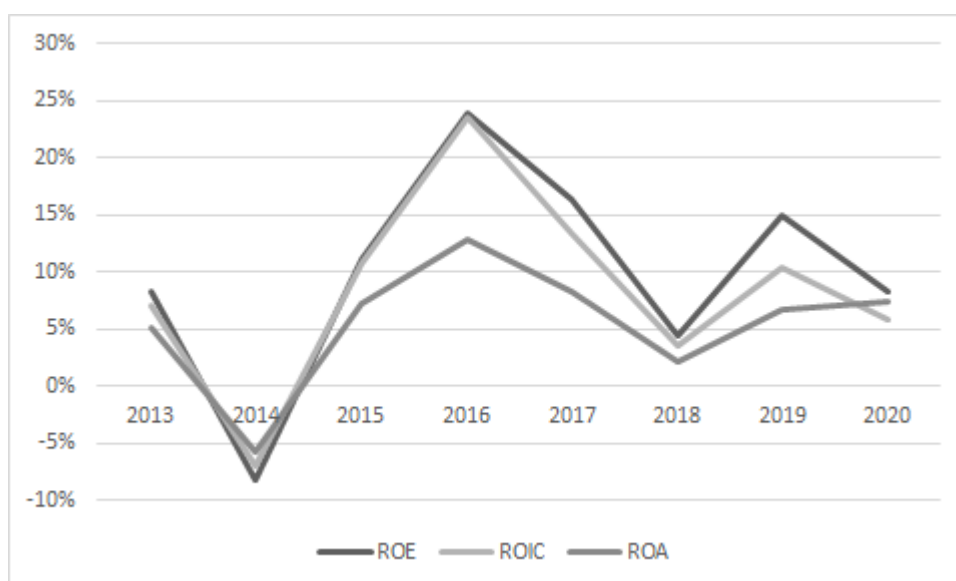


Рисунок 2.9 - Динаміка показників рентабельності капіталу та активів, 2013-2020 роки

Джерело: розрахунки авторів на основі даних [20].

Трьох компонентний аналіз методом Дюпона, який дозволяє розбити показник рентабельності власного капіталу на кілька компонентів, щоби визначити, який з них має найбільший вплив на рентабельність, показав, що найвища кореляція існує між ROE та чистою рентабельністю реалізації (рис. 2.10). Також суттєвий зв'язок простежується між оборотністю активів та рентабельністю капіталу.

Таблиця 2.2 Формула Дюпона (DuPont analysis)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чиста рентабельність реалізації	4%	-4%	5%	11%	8%	2%	5%	3%
Оборотність активів	1.18	1.12	1.38	1.34	1.23	1.14	1.69	1.46
Активи/власний капітал (сер.)	1.75	1.80	1.76	1.58	1.63	1.81	1.85	1.98
ROE	8%	-8%	11%	24%	16%	4%	15%	8%

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

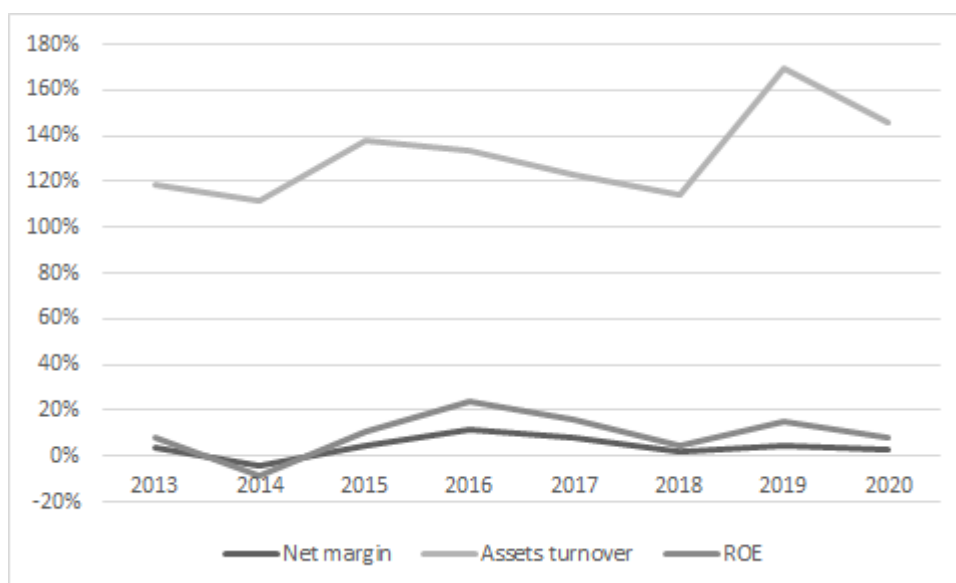


Рисунок 2.10 Динаміка ROE, чистої рентабельності та оборотності активів Кернел, 2013-2020 роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

Аналіз прибутковості німецької компанії KWS показав, що в період з 2013 по 2015 рік приріст доходів компанії, аналогічно доходам Кернел, був від'ємний. З 2015 року загальна виручка почала зростати, тоді як рентабельність залишалася на приблизно одному рівні. В той час як валова рентабельність реалізації за 7 років збільшилася на 10%, чиста рентабельність залишилася на рівні 8-9%. В 2020 році компанія показала неочікувано добрі показники- її рентабельність не постраждала,

а загальний дохід збільшився на цілих 14%, при тому всі сегменти компанії сприяли збільшенню доходу (рисунок 2.11).

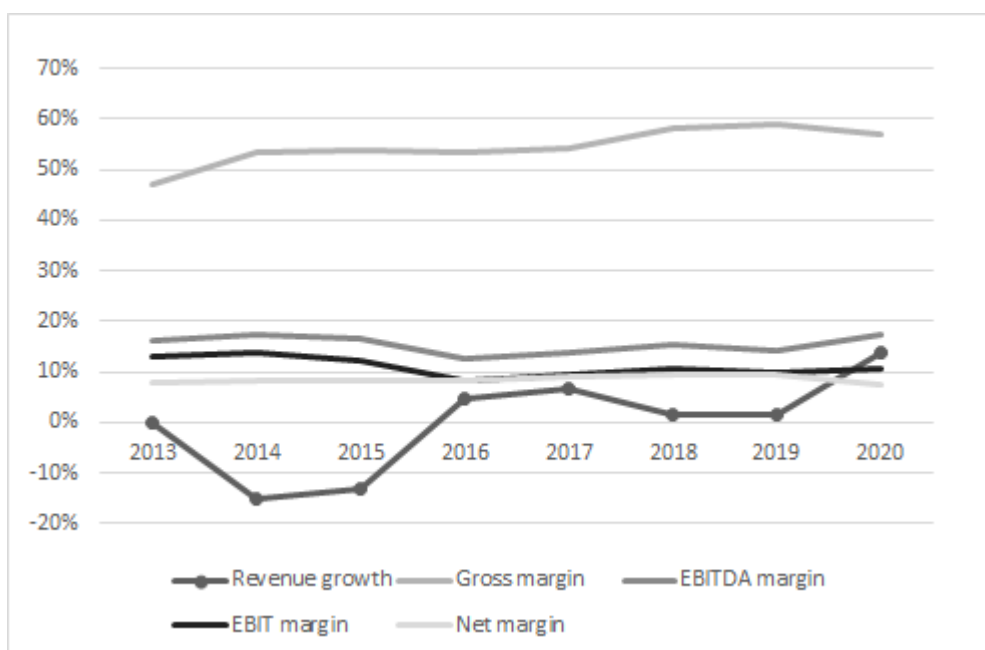


Рисунок 2.11 - Динаміка показників рентабельності KWS, 2014-2020 роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

Згідно з таблицею 2.3, темп приросту активів KWS в 2020 році був позитивним і помірним, однак темп приросту чистого прибутку в 2020 році був від'ємним, отже, золоте правило для KWS не виконується, як і для Kernel.

Таблиця 2.3 Темпи приросту активів та фінансових результатів KWS

Показники, млн. доларів	За звітний період, тис. грн. (2020 р.)	За попередній звітний період, тис. грн. (2019 р.)	Темп приросту, (2020 року до 2019 року) %
Чистий дохід	1439.8142	1266.88553	13.6%
Активи	2510.7	2406.63746	4.3%
Чистий прибуток	106.941582	118.49568	-9.8%

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

На рисунку 2.12 ми бачимо, що рентабельність власного капіталу (ROE) та рентабельність активів (ROA) компанії KWS протягом періоду в 7 років залишалися на одному рівні- 6% та 12% відповідно, з відхиленнями в межах 2%. В динаміці

рентабельності вкладеного капіталу спостерігалися набагато сильніші коливання: в 2019 році ROIC компанії становив 15%, що свідчить про успішність зроблених інвестицій, проте в 2020 році ROIC знову впав до 10%.

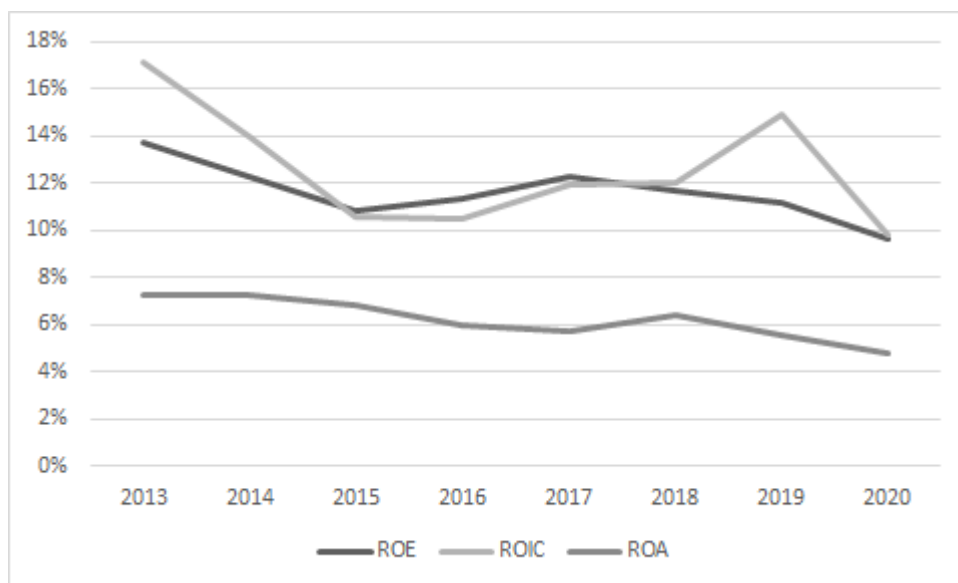


Рисунок 2.12 - Динаміка показників рентабельності капіталу та активів KWS, 2013-2020 роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

У випадку з KWS аналіз методом Дюпона показав, що з усіх компонентів найбільша кореляція простежується між ROE та оборотністю активів, однак ця кореляція не є дуже сильною. Отже, компанії важливо підвищувати оборотність активів для покращення своєї прибутковості.

Таблиця 2.4 Формула Дюпона (DuPont analysis)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чиста рентабельність реалізації	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	7%
Оборотність активів	0.94	0.80	0.71	0.75	0.74	0.72	0.61	0.59
Активи/власний капітал (сер.)	1.88	1.85	1.82	1.84	1.83	1.75	1.97	2.22
ROE	14%	12%	11%	11%	12%	12%	11%	10%

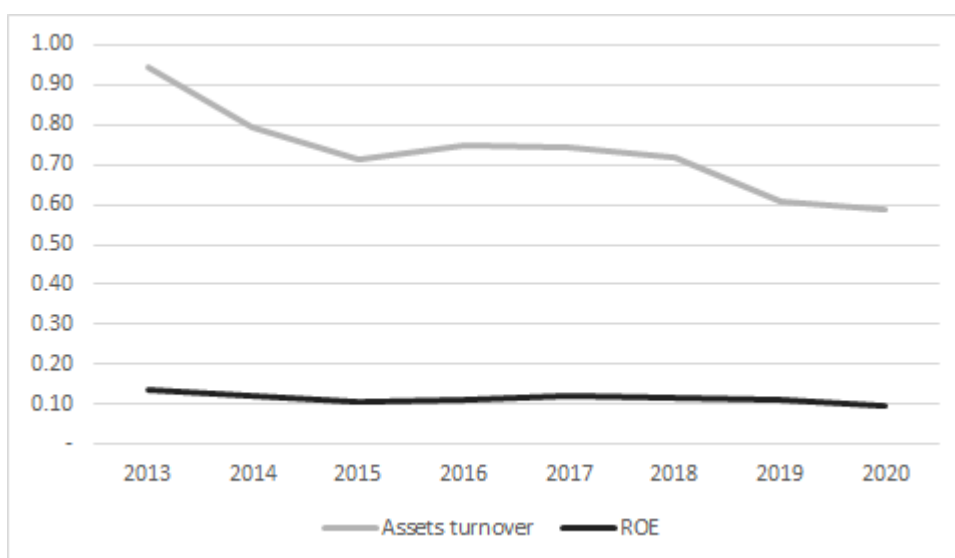


Рисунок 2.13 - Динаміка ROE та оборотності активів KWS, 2013-2020 роки
Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

Нижче наведена таблиця з усіма показниками рентабельності для KWS з 2013 по 2020.

Таблиця 2.5 Показниками рентабельності KWS, 2013-2020 рр.

Прибутковість	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Приріст доходу	n/a	-15%	-13%	5%	7%	2%	2%	14%
Валова рентабельність реалізації (Gross margin)	47%	54%	54%	54%	54%	58%	59%	57%
EBITDA margin	16%	17%	17%	13%	14%	15%	14%	18%
Операційна рентабельність реалізації (EBIT margin)	13%	14%	12%	8%	9%	11%	10%	11%
Чиста рентабельність реалізації (Net margin)	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	7%
Рентабельність операційних витрат (SG&A / Sales)	23%	26%	27%	26%	26%	28%	30%	19%
Рентабельність власного капіталу(ROE)	14%	12%	11%	11%	12%	12%	11%	10%
рентабельність вкладеного капіталу (ROIC)	17%	14%	11%	10%	12%	12%	15%	10%
Рентабельність активів (ROA)	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

Таким чином, порівняльний аналіз рентабельності Kernel та KWS показав, що за останні 7 років німецька компанія мала набагато більш стабільні показники рентабельності, ніж українська. Більшість показників компаній дещо знизилися порівняно з 2019 роком, інші залишилися на рівні. Проте необхідно зазначити, що в фінансовому 2020 році показник чистої рентабельності реалізації обох компаній був додатнім, що свідчить про успішність операційних процесів і мітигації ризиків в кризовому році.

2.3 Аналіз ділової активності та ліквідності корпорацій

Аналіз ділової активності Kernel (таблиця 2.5) показав, що оборотність запасів в компанії була найменша в 2017 році, коли тривалість одного обороту запасів складала 109 днів. З того часу тривалість обороту зменшилася більш ніж вдвічі, що є позитивною тенденцією, оскільки найбільш імовірно свідчить про більш ефективне використання запасів. Як наслідок скорочення виробничого циклу, скоротилася і тривалість фінансового циклу (таблиця 2.6).

Таблиця 2.5 Показники оборотності компанії Kernel за 2013-2020 роки

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Тривалість одного обороту запасів, днів	80.3	91.6	79.1	82.9	109.0	105.5	66.5	48.9
Період оборотності дебіторської заборгованості, днів	44.6	44.7	30.5	32.2	36.3	33.0	23.7	29.7
Період оборотності кредиторської заборгованості, днів	7.3	7.4	6.1	8.3	10.0	10.3	10.5	11.3
Коефіцієнт оборотності активів	1.18	1.12	1.38	1.34	1.23	1.14	1.69	1.46
Коефіцієнт оборотності основних засобів	3.66	3.40	3.95	3.70	3.91	4.15	5.85	4.70

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

Період оборотності дебіторської заборгованості також зменшився на 15 днів за останні 7 років, що теж сприяло скороченню операційного циклу, а от період оборотності кредиторської заборгованості навпаки в компанії повільно, але стабільно зростає, що свідчить про гіршу здатність компанії стягувати виплату по кредитах.

Таблиця 2.6 Тривалість виробничого, операційного, фінансового циклу
Кернел, 2013-2020

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Тривалість виробничого циклу, днів	80.27	91.63	79.13	82.90	109.04	105.54	66.52	48.85
Тривалість операційного циклу, днів	124.83	136.30	109.58	115.08	145.31	138.53	90.20	78.56
Тривалість фінансового циклу, днів	117.53	128.93	103.48	106.83	135.32	128.27	79.67	67.30

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

На діаграмі 2.14 простежується загальна тенденція до зниження тривалості виробничого, операційного та фінансового циклів, яка продовжилася і 2020 році, що, найбільш імовірно свідчить про більш ефективне використання компанією своїх ресурсів. Проте, для того, аби побачити повну картину, необхідно порівняти показники Kernel з його аналогами по галузі.

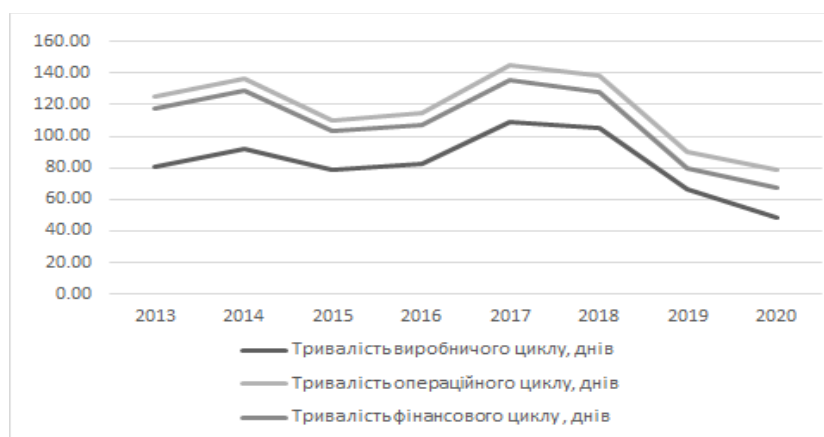


Рисунок 2.14 - Графічне представлення тривалості циклів в динаміці, 2013-2020

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

В KWS всі коефіцієнти оборотності значно зменшилися порівняно з 2013 роком, а отже, періоди оборотності запасів, дебіторської, кредиторської заборгованостей, активів та основних засобів значно зросли, що не є позитивною тенденцією, але потребує порівняння з галуззю.

Таблиця 2.7 Показники оборотності компанії KWS за 2013-2020 роки

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Тривалість одного обороту запасів, днів	86.9	114.8	142.3	147.7	148.3	163.3	156.7	141.4
Період оборотності дебіторської заборгованості, днів	122.3	139.9	146.0	126.3	119.2	123.3	141.3	143.8
Період оборотності кредиторської заборгованості, днів	49.8	57.6	52.1	51.2	54.8	61.1	66.1	66.2
Коефіцієнт оборотності активів	0.94	0.80	0.71	0.75	0.74	0.72	0.61	0.59
Коефіцієнт оборотності основних засобів	4.21	3.59	3.07	3.10	3.12	2.99	2.94	2.76

Таблиця 2.8 Тривалість виробничого, операційного, фінансового циклу KWS, 2013-2020

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Тривалість виробничого циклу, днів	86.86	114.75	142.25	147.71	148.35	163.32	156.68	141.36
Тривалість операційного циклу, днів	209.11	254.65	288.26	274.03	267.60	286.60	297.99	285.14
Тривалість фінансового циклу, днів	159.36	197.09	236.14	222.85	212.76	225.45	231.87	218.98

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

На діаграмі 2.15 видно поступове збільшення виробничого, операційного, і, відповідно, фінансового циклів. Збільшення циклів не є сприятливим для бізнесу, оскільки ставить під загрозу своєчасну виплату позичальниками кредитів, повну сплату клієнтами дебіторської заборгованості та ефективне використання всіх наявних на виробництві запасів.

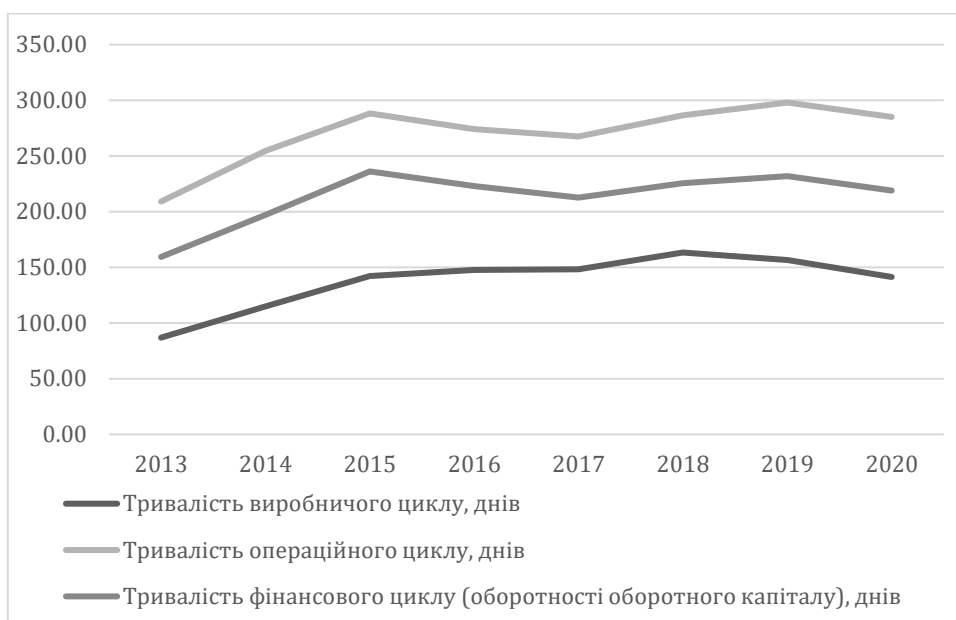


Рисунок 2.15- Графічне представлення тривалості циклів KWS в динаміці, 2013-2020

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

На рисунках 2.16 та 2.17 наведена порівняльна динаміка показників ліквідності двох агропромислових корпорацій.

Коефіцієнт поточної ліквідності вимірює здатність бізнесу сплачувати поточні зобов'язання, використовуючи поточні активи. Поточні, або оборотні активи, які включаються при коефіцієнта поточної ліквідності- це:

- Грошові кошти та їх еквіваленти;
- Дебіторська заборгованість;
- Витрати майбутніх періодів;
- Інвентар;
- Цінні папери (товарні або ліквідні).

Поточні зобов'язання - це борги, що підлягають сплаті протягом року, до яких належать: кредиторська заборгованість, нараховані зобов'язання, короткотермінова заборгованість (заборгованість протягом 12 місяців).

Коефіцієнт швидкої ліквідності подібний до попереднього коефіцієнта, але його розрахунок вважається більш консервативним, оскільки включає лише активи, які можна конвертувати в готівку за 90 днів або менше, а отже, при розрахунку цього коефіцієнта виключаються запаси.

Коефіцієнт абсолютної ліквідності - це показник ліквідності, який показує здатність компанії покривати свої короткострокові зобов'язання, використовуючи лише грошові кошти та їх еквіваленти.

Відповідно, аналізуючи динаміку показників ліквідності Kernel, ми бачимо позитивну тенденцію до збільшення компанією свого рівня ліквідності. В тому числі в 2020 році спостерігалось значне збільшення усіх коефіцієнтів ліквідності, що може свідчити про те, що компанія вирішила залучити додаткові ресурси задля уникнення можливих негативних наслідків фінансової кризи.

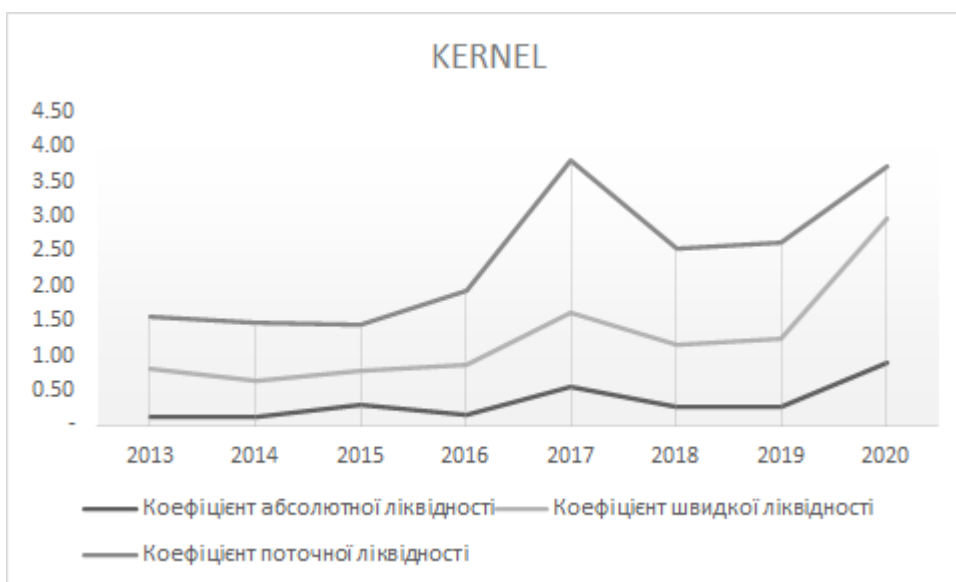


Рисунок 2.16 - Показники ліквідності KERNEL за 2013-2020 роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

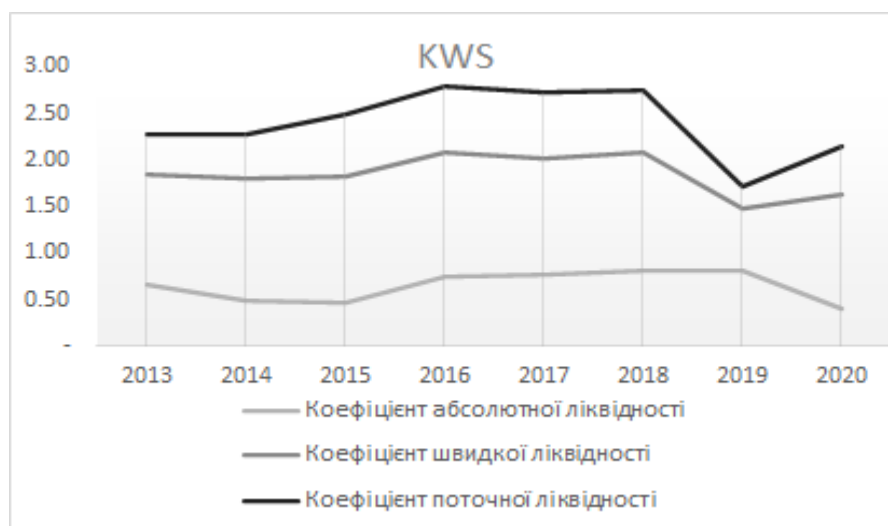


Рисунок. 2.17 - Показники ліквідності SKW за 2013-2020 роки

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

Порівняно з Kernel, SKW підтримувала стабільний рівень ліквідності протягом аналізованого періоду. Доволі різке зниження усіх показників ліквідності спостерігалось лише в 2019 році за рахунок збільшення короткострокової заборгованості на 500 млн доларів. Проте вже в 2020 році показники покращилися, перш за все за рахунок зменшення короткострокового боргу. Лише коефіцієнт абсолютної ліквідності впав, до чого призвело зменшення готівки та її еквівалентів на балансі компанії на 500 млн доларів порівняно з 2019 роком. Проте варто зауважити, що виключно коефіцієнт абсолютної ліквідності рідко використовується при фундаментальному аналізі компанії. Нереально для компанії підтримувати надмірний рівень готівки та еквівалентів для покриття поточних зобов'язань. Це зазвичай розглядається як неефективне використання активів, оскільки ці гроші можна було б повернути акціонерам або проінвестувати для отримання більшого прибутку. Отже, корисність цього коефіцієнта обмежена, хоча надає цікавих граней аналізу ліквідності бізнесу.

2.4 Аналіз структури капіталу та визначення фінансового левериджу

На рисунку 2. зображена структура капіталу Кернел в період з 2013 по 2020 роки. Коефіцієнт фінансового ризику (D/E ratio) був розрахований як для ринкової, так і для балансової вартості боргу. У випадку співвідношення ринкової вартості боргу до ринкової вартості власного капіталу (що є ринковою капіталізацією компанії), ми бачимо дуже нестабільну динаміку, в той час як співвідношення балансових вартостей мало менш значущі коливання. До 2016 року включно в компанії простежувалася тенденція до зниження фінансового ризику, але з 2017 року Кернел почали нарощувати частку позикового капіталу. В кризовому 2020 році відбулося стрімке зростання фінансового левериджу, і співвідношення позикових коштів до власних становило більше одиниці.

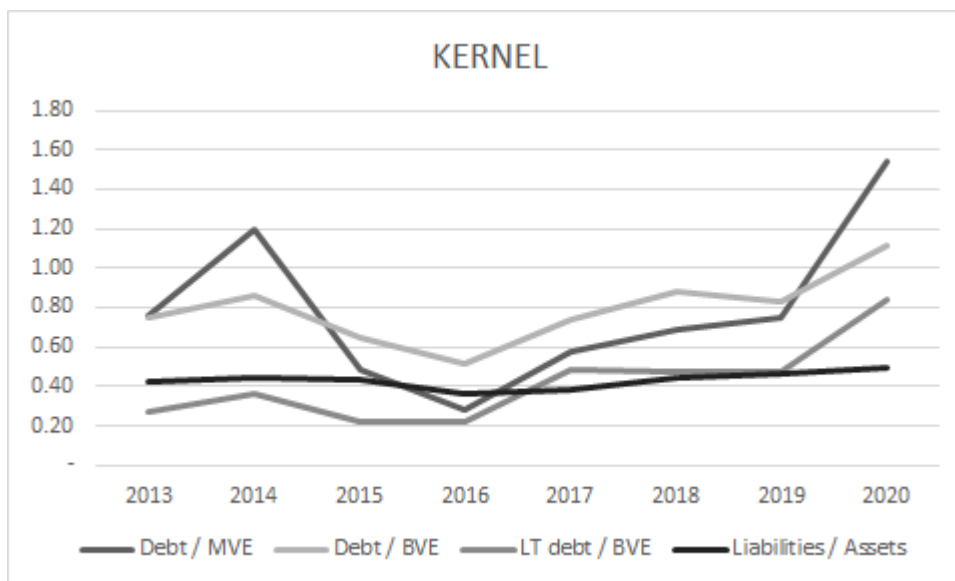


Рисунок 2.18 - Динаміка структури капіталу Кернел з 2013 до 2020 року

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20].

Різне збільшення частки боргу в структурі капіталу Кернел в 2020 році зумовлено тим, що:

- по-перше, компанія запровадила стандарт бухгалтерського обліку за IFRS 16, визнаючи 302 млн. доларів США зобов'язань за лізингову оренду станом на 30 червня 2020 р., що пов'язано з договорами оренди землі і не вважалось зобов'язанням раніше. Оскільки новий стандарт не

застосовувався у фінансовій звітності 2019, він певною мірою спотворює порівняння показників левериджу між періодами;

- По-друге, хоча грошових коштів, що надійшли від операційною діяльністю, виявилося достатньо для фінансування інвестиційної діяльності Кернел, у другому кварталі 2020 року вони випустили єврооблігації (5-річні купюри на 6,5% з рейтингом BB за Fitch та B - за S&P) на 300 мільйонів доларів США як альтернативне джерело фінансування оборотних коштів. Це відобразилося в збільшенні залишку готівки на 291 млн. доларів США з 30 червня 2019 року по 30 червня 2020 року;

- По-третє, Кернел збільшили використання довгострокових можливостей, що надаються ЄБРР та ЄІБ для фінансування програми CapEx;

- Нарешті, компанія вважала за краще зберігати відносно високу ліквідність на балансі у другій половині 2020 фінансового року, враховуючи ризики, пов'язані з COVID-19.

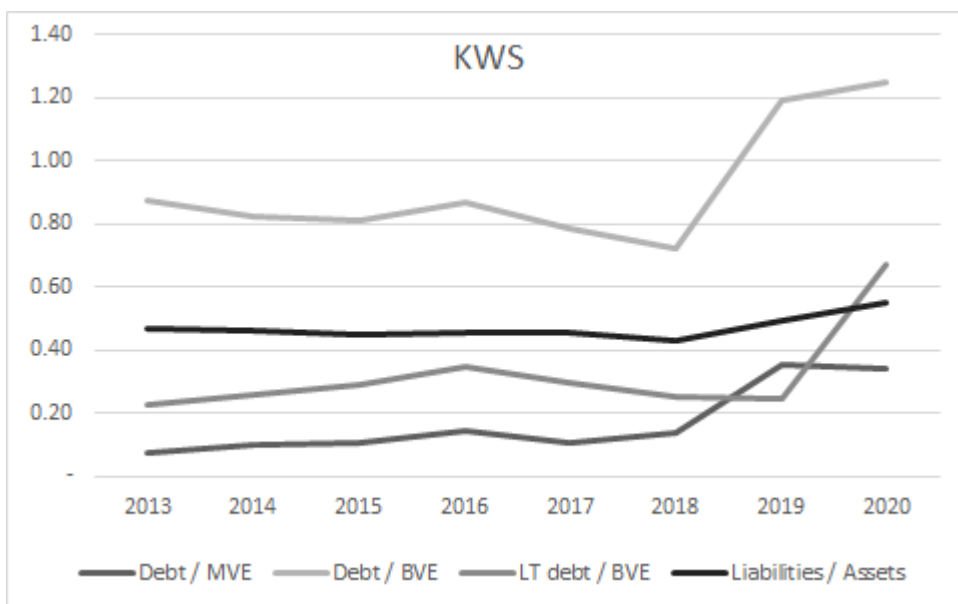


Рисунок. 2.19 - Динаміка структури капіталу KWS з 2013 до 2020 року

Джерело: розрахунки автора на основі даних [21].

В структурі капіталу німецького агро-холдингу KWS спостерігається подібна динаміка до збільшення фінансового левериджу в 2020 році задля підтримання високої ліквідності компанії в часи ринкової нестабільності. На відміну від Кернел,

в KWS співвідношення балансових вартостей боргу і власного капіталу завжди було вищим за співвідношення ринкових вартостей, внаслідок великої капіталізації компанії, яка в 2020 році перевищувала балансову вартість капіталу на 1100 млн доларів. Однак, необхідно зазначити, що показники фінансового левериджу KWS були і залишаються меншими за показники Кернел.

2.5 Позиції підприємств на ринку

Для того, щоби зробити більш ґрунтовні висновки щодо рентабельності, ліквідності, фінансової стійкості, ділової активності та безпечності структури капіталу Кернел та KWS, було проведено порівняння зазначених аграрних корпорацій з їхніми світовими конкурентами- компаніями зі схожим видом діяльності, до яких належать ASTARTA Holding N.V., Bunge, МНР, Ros Agro PLC та інші. Показники для порівняння бралися за 2019 рік, виходячи із двох факторів. По-перше, деякі корпорації ще не опублікували свою фінансову звітність за 2020 рік; по-друге, спокійний докризовий період є кращою базою для порівняння компанії з конкурентами, оскільки під час пандемії корпораціями були прийняті форс мажорні кроки для усунення можливих негативних наслідків пандемії, і обрані компаніями стратегії могли бути різними. Хтось випустив нові облігації, як це зробив Кернел, тим самим значно підвищивши частку боргу в структурі капіталу задля вищої ліквідності. Хтось профінансував збитки за рахунок власного капіталу, хтось припинив виплати дивідендів тощо. Необхідно враховувати також і валютний ризик - доходи Кернел знизилися внаслідок девальвації гривні, в той час як корпорації, в яких більшість доходів в доларах чи євро, не постраждали.

Усі показники в нижче наведеній таблиці рахувалися автором роботи аналогічно показникам Kernel та KWS на основі фінансових звітностей компаній за 2019 рік.

Таблиця 2.9 Показники рентабельності та структури капіталу по галузі

2019	Gross margin	EBITDA margin	EBIT margin	Net margin	Debt / MVE	Debt / BVE
Kernel Holding S.A.	8.2%	8.8%	6.8%	4.8%	0.75	0.56
KWS SAAT SE	58.8%	14.1%	9.7%	9.4%	0.35	0.68
ASTARTA Holding	17.9%	10.6%	1.4%	0.3%	3.11	0.66
Bunge	5.8%	4.0%	2.6%	-3.2%	0.61	0.82
Ros Agro PLC	17.1%	12.3%	6.8%	7.1%	1.27	0.96
MHP	21.0%	21.2%	12.8%	10.6%	1.62	1.31
Bell Food Group AG	34.3%	7.0%	3.3%	1.2%	0.63	0.68
Atria Oyj	11.2%	5.4%	2.3%	1.0%	0.81	0.53
NH Foods Ltd.	16.3%	4.6%	2.7%	1.6%	0.31	0.36
Average	21.2%	9.8%	5.4%	4.5%	1.05	0.73

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 23].

З таблиці 2.9 ми бачимо, що показники чистої та операційної рентабельності Кернел, які найчастіше використовуються в фінансовій діагностиці, наближаються до середнього значення по компаніях в галузі, незначно перевищуючи середній показник. Рентабельність німецького агро-холдинга KWS є значно вищою за рентабельність його конкурентів (чиста рентабельність реалізації 9.4% порівняно з 4.5% середніми по галузі). Рівень боргу обох компаній в структурі їхнього капіталу є значно нижчим, ніж рівень боргу їхніх конкурентів. Наприклад, середнє по галузі співвідношення ринкової вартості боргу та капіталу на 30% перевищує значення Кернел, та на 70%- значення KWS. Отже, структура боргу в обох компаній є порівняно безпечною та не несе значного фінансового ризику.

Аналізуючи періоди оборотності запасів, дебіторської та кредиторської заборгованостей (таблиця 2.10), для української та німецької компаній ми спостерігаємо абсолютно різні картини: усі періоди оборотності Кернел є в середньому на 20 днів меншими, ніж в його конкурентів, в той час як в KWS тривалість оборотності запасів, дебіторської та кредиторської заборгованостей є значно вищою ніж по ринку. Це може бути зумовлено тим, що в KWS доволі вузька спеціалізація на вирощуванні зерна, в той час як в інших компаніях вирощування зернових культур є лише одним із напрямів діяльності.

Таблиця 2.10 Показники оборотності та ліквідності по галузі

2019	Days inventory on hand (DIH)	Days sales outstanding (DSO)	Days payables outstanding (DPO)	Cash ratio	Quick ratio	Current ratio
Kernel Holding S.A.	66.5	23.7	10.5	0.26	1.23	2.6
KWS SAAT SE	156.7	141.3	66.1	0.82	1.48	1.7
ASTARTA Holding	196.9	47.2	5.9	0.07	0.45	1.4
Bunge	51.5	20.9	30.0	0.40	0.75	1.6
Ros Agro PLC	157.5	28.0	24.4	0.48	0.74	1.7
MHP	146.9	25.4	24.0	0.89	1.41	3.0
Bell Food Group AG	57.6	43.3	34.9	0.45	1.49	2.4
Atria Oyj	32.0	26.3	28.7	0.02	0.41	0.8
NH Foods Ltd.	43.6	46.0	40.6	0.26	1.05	1.5
Average	101.0	44.7	29.5	0.40	1.00	1.9

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 23].

Порівняльний аналіз рівня ліквідності Кернел показав, що в 2019 році коефіцієнти швидкої та поточної ліквідності компанії були вищими за середнє її суперників, що є позитивним фактором. Коефіцієнт абсолютної ліквідності був дещо меншим, проте в комплексі з іншими він не має суттєвої цінності для фінансової діагностики. В KWS усі коефіцієнти ліквідності є одними з найвищих в галузі, а отже ризик нестачі ліквідності в компанії відсутній.

Підсумовуючи, і KERNEL і KWS показали стрімке падіння ціни акцій та певних економічних показників в квітні 2020, які вже за кілька місяців повернулися до свого попереднього рівня. В обох аграрних корпорацій в 2020 році зросло співвідношення боргу до власного капіталу, що вказує на більші ризики, проте показники ліквідності, рентабельності, оборотності залишилися на сталому рівні, а деякі показали і позитивні зміни - що свідчить про ефективне управління компаніями своїми ресурсами, навіть в кризовому році. Порівняння компаній з галуззю показало, що рентабельність обох корпорацій, найбільш репрезентативними показниками якої є чиста та операційна рентабельність, є вищою за середньогалузеву. Структура капіталу обох корпорацій також є більш безпечною ніж середня по галузі. Для того, щоб зробити більш глибоке порівняння діяльності компаній з ринком, пропонується розширити проведений аналіз новими факторами,

тому в 3 розділі роботи буде побудована модель оцінки вартості капіталу української компанії KERNEL з використанням методу мультиплікаторів, яка дає змогу у підсумку вивести ціновий діапазон для акції Кернел, виходячи з того, як оцінюються ринком компанії-аналоги.

РОЗДІЛ 3 МОДЕЛЬ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ КОМПАНІЇ KERNEL З ВИКОРИСТАННЯМ МЕТОДУ МУЛЬТИПЛІКАТОРІВ

В попередньому розділі була проведена фінансова діагностика українського та німецького агро-холдингів Кернел та KWS з використанням горизонтального, вертикального методів та методу коефіцієнтів, із послідуочим порівнянням основних показників компаній з ринком. Для більш глибокого аналізу результатів діяльності компаній в цьому розділі буде представлена модель оцінки вартості капіталу компанії з використанням методу мультиплікаторів.

В основі відносної моделі оцінки бізнесу (relative valuation model) лежить порівняння вартості фірми з вартістю її конкурентів для визначення реальної вартості бізнесу. В тому числі, ця модель дає можливість оцінити акції компанії і передбачити майбутні тенденції і зміни в ціні акції, виходячи з ринкових індикаторів.

Існує три основні етапи відносної оцінки вартості капіталу компанії. Першим етапом є пошук активів, які можливо порівняти - завдання, яке легше виконати для реальних активів, таких як бейсбольні картки та будинки, ніж для акцій компанії.

Другий етап передбачає формування стандартизованих цін, які можна порівняти. Хоча це може не знадобитися при порівнянні однакових активів, це необхідно при порівнянні активів, що різняться за величиною. Так, за інших рівних умов, менший будинок чи квартира повинні торгуватися за нижчою ціною, ніж більша резиденція. В контексті акцій це вирівнювання зазвичай вимагає перетворення ринкової вартості власного капіталу або фірми в мультиплікатори прибутку, балансової вартості чи доходів (Price/Earnings, Price/Book Value, Enterprise Value/Sales та інші) – так званий, **метод мультиплікаторів**.

Третім і останнім етапом процесу є коригування відмінностей між різними типами активів при порівнянні їх мультиплікаторів. Знову ж таки, на прикладі будинку, новий будинок з більш оновленими зручностями має бути дорожчим, ніж

старий будинок подібного розміру, який потребує ремонту. У випадку з компаніями, навіть за умови, що компанії належать одній галузі і виробляють схожу продукцію, їх показники можуть сильно різнитися внаслідок різної структури капіталу, очікуваного темпу зростання та іншим чинникам, які стоять за кожним мультиплікатором- отже, саме на ці фактори мультиплікатори треба коригувати [19].

Аналогічно ситуації з оцінкою позицій підприємств на ринку у другому розділі роботи, при побудові моделі оцінки вартості капіталу було вирішено також використовувати дані за 2019 рік, що наявні по всіх компаніях та є більш репрезентативними, оскільки обрані компаніями стратегії протидії фінансовій кризі в період пандемії могли бути різними, що знайшло б відображення у важливих для моделі показниках. Компанії, що бралися для порівняння як основні конкуренти Кернел та KWS, ті ж самі, що були використані при проведенні фінансової діагностики в другому розділі.

Для аналізу були використані мультиплікатори трьох видів: мультиплікатори ринкової вартості капіталу(Price/Earnings), мультиплікатори вартості компанії (EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/Sales), мультиплікатор балансової вартості капіталу (Price/Book value)- таблиця 3.2, 3.3.

Оскільки за кожним із зазначених мультиплікаторів стоїть кілька «драйверів» - показників, які мають безпосередній вплив на мультиплікатор і виводяться за допомогою формул, [19] ці драйвери також було включено до аналізу. Приклади показників, які прямо чи зворотно впливають на мультиплікатори, наведено в табл. 3.1.

Таблиця 3.1 Вплив різних показників на мультиплікатори

P/E	Очікуваний темп зростання (↑), коефіцієнт виплати дивідендів (↑), ризик(↓)
P/B	Очікуваний темп зростання (↑), коефіцієнт виплати дивідендів (↑), ризик(↓), ROE (↑)

EV/EBITDA	Очікуваний темп зростання (↑), рівень реінвестування(↓), ризик(↓), рентабельність вкладеного капіталу(↑)
EV/Sales	Очікуваний темп зростання (↑), рівень реінвестування(↓), ризик(↓), операційна рентабельність реалізації (↑)

Джерело: складено автором на основі даних [19].

В Кернел один з найнижчих Р/Е коефіцієнтів серед конкурентів, що могло би вказувати на те, що компанія є значно недооціненою ринком, аби не той факт, що ризиковість Кернел (на яку вказує показник вартості капіталу, розрахований в таблиці 3.4) є вищою за середню серед конкурентів, а коефіцієнт виплати дивідендів, навпаки, є найнижчим в галузі і складає всього 10%. Це змушує припустити, що компанія «заслуговує» на низький коефіцієнт Р/Е і є правильно оціненою ринком.

Мультиплікатор балансової вартості компанії Р/В компанії Кернел є дещо нижчим за середнє і медіану по конкурентах, що може бути виправдано, враховуючи той факт, що цей мультиплікатор має такі самі «драйвери» як і Р/Е. Проте новий чинник, який має безпосередній вплив на Р/В - це рентабельність власного капіталу, і вона є однією з найвищих в Кернел (15%). Це може вказувати на те, що компанія є недооціненою.

Мультиплікатори вартості підприємства EV / EBITDA та EV / EBIT (таблиця 3.3) в Кернел набагато нижчі, ніж середні показники по галузі, і поєднуються із позитивно високою рентабельністю вкладеного капіталу (ROIC). Рентабельність вкладеного капіталу - це сума грошей, яку компанія заробляє, що перевищує середню вартість, яку вона сплачує за борговий та власний капітал.

Таблиця 3.2 Мультиплікатори галузі (частина 1)

	Market capitalization	P / E	Cost of capital	Payout ratio	P/B	ROE
Kernel Holding S.A.	1 004	5.3	10.8%	10.8%	0.7	15.0%
KWS SAAT SE & Co. KGaA	2 137	18.0	5.9%	20.3%	1.9	11.2%
ASTARTA Holding N.V.	103	69.0	11.2%	n/a	0.2	0.3%
Bunge	11 994	10.8	5.0%	40.0%	1.7	15.9%
Ros Agro PLC	1 305	8.3	5.3%	51.5%	0.8	9.9%
MHP	1 038	4.6	8.4%	36.6%	0.7	6.2%
Cherkizovo Group	1 149	10.6	7.1%	91.5%	1.2	11.7%
Atria Oyj	317	18.7	4.9%	74.7%	0.7	3.5%
Median		10.7	6%	40%	0.8	11%
Average		18.2	7%	46%	1.0	9%

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 23].

Коефіцієнт рентабельності вкладеного капіталу дає уявлення про те, наскільки добре компанія використовує свій капітал для отримання прибутку. Ставка податку на прибуток в Кернел- 18%- близька до середньої ринкової в 20%, так само, як і відношення боргу до власного капіталу компанії. Знову ж таки, Кернел виглядає недооціненим.

Таблиця 3.3 Мультиплікатори галузі (частина 2)

	EV / EBITDA	EV / EBIT	ROIC	Tax rate	D/E average	EV / Sales	EBIT margin	expected growth	Cost of capital
Kernel Holding S.A.	4.7	6.0	10.4%	18.0%	0.71	0.4	4.8%	2.0%	10.8%
KWS SAAT SE & Co. KGaA	12.1	17.5	14.9%	30.0%	0.18	1.7	9.4%	3.0%	5.9%
ASTARTA Holding N.V.	7.1	53.7	0.3%	25.0%	1.27	0.8	0.3%	1.7%	11.2%
Bunge	8.2	12.4	3.6%	16.0%	0.61	0.1	2.6%	0.4%	5.0%
Ros Agro PLC	9.3	16.7	5.9%	12.5%	0.63	1.1	7.1%	2.5%	5.3%
MHP	5.5	9.1	8.5%	18.0%	1.18	1.2	10.6%	3.0%	8.4%
Cherkizovo Group	7.3	11.3	5.8%	20.0%	1.00	1.1	9.6%	2.7%	7.1%
Atria Oyj	6.6	15.5	2.8%	20.0%	0.89	0.4	1.0%	0.5%	4.9%
Median	7.2	13.9	6%	19%	0.8	0.9	6%	2%	6%
Average	7.6	17.8	7%	20%	0.8	0.8	6%	2%	7%

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 23].

Нарешті, мультиплікатор EV/Sales в Кернел є вдвічі нижчим за середнє по галузі, що знову могло би вказувати на те, що компанія є недооціненою, проте важливий фактор, який впливає на цей мультиплікатор- це операційний прибуток, який є нижчим за середнє значення по компаніях-аналогах. В комплексі з високою ризиковістю компанії у вигляді високого WACC, можемо зробити припущення, що компанія оцінена ринком правильно.

Таблиця 3.4 Розрахунок середньо зваженої вартості капіталу(WACC)

Company	Country	equity risk premium	Levered beta	marginal tax rate	E/(D+E)	D/(D+E)	cost of equity	cost of debt after taxes	WACC
Kernel Holding S.A.	Ukraine	11%	0.88	18%	58%	42%	11.77%	7.8%	11%
KWS SAAT SE & Co. KGaA	Germany	5%	0.87	30%	85%	15%	6.44%	1.8%	6%
ASTARTA Holding N.V.	Netherlands	5%	0.85	25%	44%	56%	6.40%	11.2%	11%
Ros Agro PLC	Cyprus	7%	0.45	13%	61%	39%	4.91%	5.2%	5%
MHP SE	Ukraine	11%	0.59	18%	46%	54%	8.51%	6.9%	8%
NH Foods Ltd.	Japan	5%	0.54	30.62	79%	21%	4.89%	-26.4%	4%
Fleury Michon SA	France	5%	0.58	28%	47%	53%	5.03%	0.9%	3%
Public Joint Stock Company "Cherkizovo Group"	Russia	6%	0.85	20%	50%	50%	7.23%	5.5%	7%
GFPT Public Company Limited	Thailand	6%	0.57	20.00%	85%	15%	5.10%	1.9%	5%
Bell Food Group AG	Switzerland	5%	0.66	15%	67%	33%	5.35%	0.8%	4%
Atria Oyj	Finland	5.24%	0.98	20%	53%	47%	7.07%	1.9%	5%

Джерело: розрахунки автора на основі даних [22].

Після того, як було визначено основні фактори, які впливають на кожний з мультиплікаторів в таблицях 3.2, 3.3, із цими факторами було побудовано лінійні регресійні моделі для визначення ринкових значень мультиплікаторів (з метою виведення ціни акції Кернел пізніше). Для побудови регресій вибірка компаній була дещо ширшою, ніж при порівняльній фінансові діагностиці, оскільки тут важливим є не стільки знаходження компаній з аналогічною діяльністю, скільки компаній зі схожим темпом зростання та ризиковістю. Вибірка компаній, і дані, на основі яких були побудовані регресії, знаходяться в Додатку Д.

Таблиця 3.5 Виведення прогнозованих значень мультиплікаторів для Кернел

Мультиплікатор	Формула	R ² скоригований	Прогнозоване значення мультиплікатора для Кернел
EV/Sales	$0.353 + 0.71 * g + 0.062 * \text{EBIT margin} - 0.079 * \text{risk}$	85%	0.37
EV/EBITDA	$9.966 - 0.485 * \text{risk} + 0.181 * \text{ROIC}$	42%	9.93
P/B	$1.33 + 0.101 * g - 0.109 * \text{risk} + 0.047 * \text{ROE}$	66%	1.33

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 22, 23].

В таблиці 3.5 знаходяться усі значущі моделі, які були отримані при побудові лінійних регресій із факторами, що потенційно мають суттєвий вплив на мультиплікатори. З іншими мультиплікаторами – P/E, EV/EBIT, не вдалося побудувати моделей з високим рівнем значимості. Деякі показники були виключені із вище наведених регресій внаслідок наявності мультиколінеарності. Так, наприклад, в одній регресійній моделі не застосовувався очікуємий темп зростання компанії та коефіцієнт виплати дивідендів, тому що високі темпи зростання компанії, як правило, є більш ризикованими та мають нижчий коефіцієнт виплати дивідендів- ця кореляція між незалежними змінними створює мультиколінеарність, яка може знизити пояснювальну здатність регресії.

На рисунку 3.1 представлена модель залежності EV/Sales від різних факторів. Як ми бачимо, всі показники в моделі є значимими із ймовірністю (P) менше 0,05. Коефіцієнт детермінації (R²) складає 85%, що означає, що модель має хорошу пояснювальну здатність; також в моделі хороший показник Дурбіна-Уотсона, що наближується до 2.

З моделі видно, що операційна рентабельність та очікуємий темп зростання компанії мають прямий вплив на мультиплікатор- відповідно, чим вищі ці показники в компанії, тим вищим буде мультиплікатор EV/Sales, що відповідає нашим теоретичним припущенням [табл. 3.1]. Показник вартості капіталу має зворотний вплив на мультиплікатор- чим менший цим показник в компанії, тим вищий буде в неї EV/Sales.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.946 ^a	.895	.849	.1832	2.078

a. Predictors: (Constant), expected growth, Cost of capital, EBIT margin

b. Dependent Variable: EV / Sales

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.994	3	.665	19.810	.001 ^b
	Residual	.235	7	.034		
	Total	2.229	10			

a. Dependent Variable: EV / Sales

b. Predictors: (Constant), expected growth, Cost of capital, EBIT margin

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.353	.168		2.104	.073
	EBIT margin	.062	.039	-.522	-1.585	.007
	Cost of capital	-.079	.029	-.432	-2.664	.032
	expected growth	.710	.166	1.510	4.280	.004

Рисунок 3.1 – Лінійна регресійна модель залежності EV/Sales від інших факторів

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 22, 23].

На рисунку 3.2 наведена регресійна модель залежності EV/EBITDA від різних факторів. Всі показники моделі також є значимими із імовірністю 95%, пояснювальна здатність моделі становить 42%, показник Дурбіна-Уотсона наближується до норми і складає 1,73. Відповідно до моделі, вартість капіталу має зворотній вплив на мультиплікатор, знижуючи його, а рентабельність вкладеного капіталу- додатній вплив, що також відповідає нашим припущенням.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.649 ^a	.421	.276	1.7664	1.734

a. Predictors: (Constant), ROIC, Cost of capital

b. Dependent Variable: EV / EBITDA

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	18.118	2	9.059	2.903	.013 ^b
	Residual	24.962	8	3.120		
	Total	43.080	10			

a. Dependent Variable: EV / EBITDA

b. Predictors: (Constant), ROIC, Cost of capital

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9.966	1.543		6.460	.000
	Cost of capital	-.485	.220	-.607	-2.206	.048
	ROIC	.181	.129	.387	1.407	.037

Рисунок 3.2 – Лінійна регресійна модель залежності EV/EBITDA від інших факторів

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 22, 23].

На рисунку 3.3 наведена остання регресійна модель залежності мультиплікатора Р/В від різних факторів. Відповідно до моделі, очікуємих темп зростання компанії та ROE мають прямий вплив на мультиплікатор, а вартість капіталу, що вказує на ризиковість компанії, зворотній – що також відповідає нашим припущенням. Пояснювальна здатність даної моделі становить 66%, усі показники є значимими із імовірністю 95% і коефіцієнт Дурбіна-Уотсона є нормальним, дорівнюючи 1,9.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.814 ^a	.662	.517	.3364	1.896

a. Predictors: (Constant), ROE, expected growth, Cost of capital

b. Dependent Variable: P/B

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.550	3	.517	4.566	.045 ^b
	Residual	.792	7	.113		
	Total	2.342	10			

a. Dependent Variable: P/B

b. Predictors: (Constant), ROE, expected growth, Cost of capital

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.133	.366		3.100	.017
	expected growth	.101	.114	.209	.882	.051
	Cost of capital	-.109	.045	-.582	-2.437	.045
	ROE	.047	.020	.532	2.392	.048

Рисунок 3.3 – Лінійна регресійна модель залежності P/B від інших факторів
Джерело: розрахунки автора на основі даних [20, 21, 22, 23].

Для того, щоби отримати ціновий проміжок прогнозованої вартості акції Kernel, ми прогнозовані значення мультиплікаторів компанії, виведені з лінійних регресій (табл. 3.5), множимо на базові фінансові показники компанії: чистий дохід на одну акцію Кернел (47.1 доларів), EBITDA на одну акцію (4.13) та балансова вартість капіталу на одну акцію (16.02). Отримані з EV/EBITDA та EV/Sales ціни коригуємо на вартість боргу та готівку та її еквіваленти з розрахунку на акцію (Додаток Е). Отримали ціновий діапазон з 9 до 21 доларів. Теперішня ціна Кернел (13.5 доларів станом на 30.04.2021) знаходиться в межах цього діапазону, отже компанія наразі правильно оцінена ринком.

Підсумовуючи, модель оцінки вартості капіталу Кернел з використанням методу мультиплікаторів показала що, хоча майже всі мультиплікатори в компанії є нижчими за аналогічні середні мультиплікатори конкурентів, компанія є

правильно оціненою ринком, оскільки на основі побудованих регресійних моделей ми бачимо, що теперішня ціна акції компанії входить в побудований ціновий діапазон. Верхня межа діапазону є досить високою, що означає, що ціна має гарний потенціал зростання. Покращенню лінійних регресійних моделей могло б сприяти розширення вибірки компаній-аналогів Кернел, або хоча б компаній, що оперують у схожій галузі, але мають подібний темп зростання та ризиковість.

ВИСНОВКИ

Таким чином, в першому розділі роботи було розглянуто поняття та інструментарій фінансової діагностики і визначено, що метою проведення фінансової діагностики є розуміння організаційної структури та рушійних факторів бізнесу; визначення та оцінка ключових фінансових та бізнес-ризиків; аналіз ключових показників фінансової діяльності, що прямо впливають на вартість компанії тощо.

Крім того, було доведено, що результати діяльності підприємств в кризовому 2020 році насамперед залежали від галузі, в якій вони оперують. Визначено, що, в залежності від галузі, розміру, особливостей операційної діяльності, та зазнаних (або прогнозованих) збитків, підприємства потребували різного рівня підтримки з боку уряду. В той час як деякі країни, наприклад Німеччина, мали достатньо фінансових ресурсів, щоби швидко відреагувати і терміново підтримати підприємства, що найбільше того потребують, додатковою ліквідністю у вигляді грошей, Україна зробила акцент на полегшенні податкових обмежень та процесі виплаті кредитів на законодавчому рівні.

В практичному розділі роботи була розглянута галузь, яка стрімко розвивається в Україні і складає велику частку ВВП країни – аграрна сфера.

Проведена загальна фінансова діагностика провідної української та німецької аграрних корпорацій KERNEL та KWS показала, що пандемія не завдала корпораціям значного удару, оскільки фіскальний 2020 рік характеризувався для обох компаній гарними фінансовими результатами. В березні-квітні 2020 року ціна акції обох корпорацій просіла на 30-40%, проте вже через пару місяців вона піднялася до попереднього рівня, а наразі є вищою за докризовий рівень. Причиною тому є той факт, що компанії є експортно орієнтованими і більша частина їх прибутку залежить від врожайності, гладкості логістичної та операційної діяльності під час продажу сільськогосподарських продуктів за кордон- відповідно, навіть валютний ризик для KERNEL в цьому році виявився мінімальним. Протягом

квітня-червня 2020 року KERNEL поставив на експортні ринки рекордні щоквартальні обсяги соняшникової олії, що є підтвердженням стійкості бізнес-моделі компанії.

В фіскальному 2020 році усі проаналізовані показники рентабельності компаній: чиста рентабельність реалізації, операційна рентабельність і валова рентабельність, рентабельність власного капіталу, вкладеного капіталу та рентабельність активів – виявилися додатними, залишаючись на рівні попереднього 2019 року, або впавши на кілька відсотків. Крім того, аналіз рентабельності показав, що KWS за останні 7 років продемонстрував надзвичайну стабільність показників, а найбільш успішними роками для KERNEL були 2016 та 2019 роки. На відміну від 2020 року, в 2014 під час попередньої економічної кризи в Україні всі показники рентабельності KERNEL були від’ємні- компанія постраждала від девальвації національної валюти та понесла збитки, що говорить про те, що компанія з того часу значно покращила свою бізнес модель та управління ризиками.

Аналіз ліквідності показав, що в 2020 році в компанії спостерігалось значне збільшення усіх коефіцієнтів ліквідності, частково через те, що компанії вирішили залучити додаткові ресурси задля уникнення можливих негативних наслідків фінансової кризи. KERNEL у другому кварталі 2020 року випустили єврооблігації (5-річні купюри на 6,5% з рейтингом BB за Fitch та B - за S&P) на 300 мільйонів доларів США як альтернативне джерело фінансування оборотних коштів, що відобразилося в зростанні фінансового левериджу компанії. В KWS покращенню ліквідності, окрім збільшення довгострокових зобов’язань, також сприяло зменшення короткострокового боргу.

Рівень державної підтримки, наданий українській та німецькій корпораціям в фіскальному 2020 році виявився дуже різним. В статті «інші операційні доходи» KERNEL в 2020 році пільги з ПДВ та інші державні дотації складали 1,25 млн доларів США порівняно з 6,92 млн доларів попереднього року – отже, Україна не тільки не збільшила обсяг наданих для компанії пільг, а й зменшила його на 5,5 млн доларів, ймовірно спрямувавши свої фінансові ресурси в більш критичні сфери.

На відміну від KERNEL, KWS в 2020 році німецький уряд надав дотації на суму на 1,5 млн доларів більше суми дотацій попереднього року. Загальна сума наданої фінансової підтримки становила 8,2 млн доларів, що в 6 разів перевищує розмір грантів, отриманих українською компанією, в той час як сукупний дохід KWS в 3 рази менший за дохід KERNEL. Більшу частину дотацій складали надбавок на розведення культур та відшкодування податкових платежів.

Порівняння української та німецької аграрних корпорацій з конкурентами показало, що в 2019 році чиста рентабельність реалізації компаній була вища за середню по конкурентах, а структура капіталу більш безпечною. Однак, в KWS порівняно з іншими корпораціями дуже висока тривалість оборотності кредиторської та дебіторської заборгованостей.

Ринкові показники компаній зі спорідненою діяльністю до KERNEL та KWS стали базою при побудові моделі оцінки вартості капіталу KERNEL з використанням методу мультиплікаторів в третьому розділі роботи. Модель дає змогу у підсумку вивести ціновий діапазон для акції Кернел, виходячи з того, як оцінюються ринком компанії-аналоги. Для аналізу були використані мультиплікатори трьох видів: мультиплікатори ринкової вартості капіталу (Price/Earnings), мультиплікатори вартості компанії (EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/Sales), мультиплікатор балансової вартості капіталу (Price/Book value)- і, оскільки за кожним з цих мультиплікаторів стоять певні драйвери, вони теж наведені для більш повного аналізу. Попередній аналіз мультиплікаторів та їхніх драйверів показав, що компанія є дещо недооціненою ринком (особливо на це вказують P/B , EV / EBITDA та EV / EBIT). Проте коли із мультиплікаторів і їх драйверів компаній-аналогів були виведені 3 регресійні моделі (для інших мультиплікаторів моделі виходили незначимими), а з цих моделей були виведені нові значення мультиплікаторів, ми отримали прогнозований ціновий діапазон для KERNEL з 9 до 22 доларів. Теперішня ціна KERNEL - 14 доларів (на початок травня 2021 року) знаходиться в межах цього діапазону, отже компанія наразі правильно оцінена ринком. Покращенню лінійних регресійних моделей могло б сприяти

розширення вибірки компаній-аналогів KERNEL, або хоча б компаній, що оперують у схожій галузі, але мають подібний темп зростання та ризиковість.

Оскільки, як вже було зазначено вище, фінансові результати компаній в сільськогосподарській сфері сильно залежать від таких зовнішніх факторів як врожайність та кліматичні умови, а відповідно до прогнозів аналітиків 2021 рік для України буде характеризуватися нижчою врожайністю, ризиковано стверджувати, що доходи KERNEL та ціна акції будуть найближчим часом сильно рости. Проте є кілька однозначно позитивних факторів: стабільність фінансових показників в кризовому 2020 році, успішне управління ризиками, серед яких валютний, нещодавне введення в експлуатацію проектів з відновлюваної енергетики, які мають дати висковий EBITDA в наступному році тощо. Важливим фактором також є цінове середовище і прогнози аналітиків щодо цін на сільськогосподарську продукцію. Наразі ціни на соняшникову олію набагато вищі, ніж минулого року, що сприяє підвищенню рентабельності. Ціни на зерно також показують позитивну динаміку.

Основні рекомендації, які можуть бути надані KERNEL в результаті проведеного аналізу діяльності корпорації- це поступове зменшення фінансового левериджу протягом наступних років; більший обсяг інвестицій в проекти сталого розвитку, в тому числі проекти з відновлюваної енергетики, підвищення впізнаваності компанії серед українських споживачів товарів сільськогосподарської продукції тощо. Також багато можливостей для росту компанії лежить в консолідації решти незалежних гравців в дрібному та середньому аграрному бізнесі, а також в інфраструктурному бізнесі, щоб кристалізувати лідерські позиції KERNEL на ринку та запобігти входженню на український ринок інших міжнародних конкурентів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адлер О. О. Економічна діагностика : практикум. Вінниця : ВНТУ, 2012. 12 с.
2. Найденко О.Є. Методика діагностики стану внутрішнього середовища підприємства – №2 (84). 2005. 162-170 с.
3. Базилінська О. Я. Фінансовий аналіз: теорія та практика. Навч. посіб. 2009. 7-9 с.
4. Netflix. Letter to shareholders. 19.01.2021. URL: https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_financials/2020/q4/FINAL-Q420-S Shareholder-Letter.pdf
5. Міністерство охорони здоров'я України. Програми підтримки для бізнесу. URL: <https://covid19.gov.ua/prohramy-pidtrymky-biznesu>
6. НБУ. Постанова №39 "Про особливості застосування вимог Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями у зв'язку із запровадженням обмежувальних заходів" від 26.02.2020. Київ. URL: https://bank.gov.ua/legislation/Resolution_26032020_39
7. Верховна рада України. Закон № 3275 “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України, спрямованих на забезпечення додаткових соціальних та економічних гарантій у зв'язку з поширенням коронавірусної хвороби (COVID-19)” від 02.04.2020. Київ <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/540-20#Text>
8. Міністерство розвитку економіки торгівлі та сільського господарства. Бюджетні програми. URL: https://sme.gov.ua/program_type/derzhavni-programy/
9. ВРУ. Кодекс законів про працю України. Редакція від 09.05.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/322-08#n387>
10. ВРУ. Податковий кодекс України. Редакція від 15.05.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>

11. Інформаційно-аналітичний портал АПК України. URL:
<https://agro.me.gov.ua/ua/pidtrimka>
12. Federal Ministry of Finance. Germany. URL:
<https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Priority-Issues/Corona/2020-03-25-combating-the-corona-virus.html>
13. Kreditanstalt für Wiederaufbau. KfW entrepreneur loan. URL:
[https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Unternehmen-erweitern-festigen/Finanzierungsangebote/KfW-Unternehmerkredit-Fremdkapital-\(037-047\)/](https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Unternehmen-erweitern-festigen/Finanzierungsangebote/KfW-Unternehmerkredit-Fremdkapital-(037-047)/)
14. Kreditanstalt für Wiederaufbau. ERP start-up loan – universal. URL:
[https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Privatpersonen/Existenzgr%C3%BCndung/F%C3%B6rderprodukte/ERP-Gr%C3%BCnderkredit-Universell-\(073-074-075-076\)/?redirect=251203](https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Privatpersonen/Existenzgr%C3%BCndung/F%C3%B6rderprodukte/ERP-Gr%C3%BCnderkredit-Universell-(073-074-075-076)/?redirect=251203)
15. Kreditanstalt für Wiederaufbau. KfW loan for growth. URL:
[https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Innovation/F%C3%B6rderprodukte/KfW-Kredit-f%C3%BCr-Wachstum-\(290\)/](https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Innovation/F%C3%B6rderprodukte/KfW-Kredit-f%C3%BCr-Wachstum-(290)/)
16. Investitionsbank Berlin. URL:
<https://www.ibb.de/de/foerderprogramme/soforthilfe-corona.html>
17. Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz. Податковий кодекс Німеччини (англійський переклад). URL:
https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_ao/
18. European Commission. REACT-EU regulation. 23.12.2020. URL:
https://ec.europa.eu/regional_policy/en/newsroom/coronavirus-response/react-eu
19. Aswath Damodaran. *The Little Book of Valuation*. Stern School of Business at New York University. Chapter 4. Relative valuation. URL:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/DSV2/Ch4.pdf>
20. Консолідовані фінансові звітності KERNEL. URL:
<https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports/>
21. Консолідовані фінансові звітності KWS. URL:
<https://www.kws.com/corp/en/company/investor-relations/financial-reports/>
22. Aswath Damodaran. Current and archived data sets. URL:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

23. Refinitiv Workspace. URL:

<https://www.refinitiv.com/en/products/refinitiv-workspace>

ДОДАТКИ

Додаток А

Зведений баланс KERNEL, 2013-2020 рр.

BALANCE SHEET. KERNEL								
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Non-current assets	1 271.55	1 046.49	807.06	788.89	888.40	1 006.25	1 207.17	1 633.69
Net PPE	763.31	643.46	535.18	538.73	569.71	588.13	764.69	984.37
Gross PPE	915.91	829.08	730.85	683.09	746.90	820.12	1 050.36	1 341.90
Accumulated depreciation	- 152.60	- 185.62	- 195.67	- 144.37	- 177.18	- 232.00	- 285.68	- 357.53
Long-term investments	94.03	98.08	57.04	52.16	51.03	52.22	58.59	58.59
Deferred tax assets	22.85	11.65	15.52	20.16	11.92	18.54	8.45	9.15
Intangibles (w/o goodwill)	159.50	94.74	52.57	36.82	104.86	104.47	114.94	68.09
Goodwill	161.74	138.58	119.44	121.91	114.11	103.69	107.74	123.49
Other long-term assets	70.12	59.99	27.31	19.11	36.76	139.21	152.77	390.00
Current assets	1 090.09	872.53	658.56	720.47	1 120.69	1 204.27	1 256.43	1 531.02
Inventory	517.23	482.36	305.33	390.53	642.91	657.89	666.64	303.40
Total receivables	341.45	244.34	144.38	206.24	224.82	209.53	304.35	364.20
Accounts receivable	150.76	99.80	56.14	75.21	87.19	92.36	183.20	215.28
Other receivables	190.69	144.54	88.25	131.04	137.62	117.18	121.15	148.92
Deferred tax assets	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash and short-term investments	78.82	65.40	129.12	60.37	164.43	132.02	125.33	369.12
Other current assets	152.59	80.43	79.73	63.33	88.53	204.83	160.11	494.30
TOTAL ASSETS	2 361.63	1 919.02	1 465.62	1 509.36	2 009.08	2 210.51	2 463.60	3 164.70
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Equity	1 352.27	1 030.69	890.84	997.06	1 157.61	1 177.60	1 346.03	1 494.12
Common equity	1 335.49	1 029.66	889.55	995.33	1 153.03	1 170.73	1 350.95	1 492.67
Common stock	2.10	2.10	2.10	2.10	2.16	2.16	2.16	2.22
Additional paid-in capital	503.82	503.82	503.82	503.82	521.82	521.82	521.82	540.32

<i>USD m</i>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Treasuries and other equity	-	-	-	-	-	-	-	-
	117.54	325.06	542.03	641.49	656.63	672.13	663.04	634.21
Retained earnings	-	-	1	1	1	1	1	1
	947.10	848.79	925.66	130.89	285.67	318.87	490.00	584.33
Preferred equity	-	-	-	-	-	-	-	-
Minority interest	-	-	-	-	-	-	-	-
	16.78	1.03	1.29	1.73	4.58	6.87	4.92	1.46
Long-term liabilities	309.28	290.97	116.67	139.00	557.62	557.39	637.81	257.99
Long-term debt	256.63	247.53	88.90	91.82	499.21	497.61	559.73	966.18
Capital leases	19.09	12.49	6.28	2.28	2.90	7.71	5.23	265.13
LT debt of financial division	-	-	-	-	-	-	-	-
Pension benefits	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred tax liabilities	27.72	17.24	19.61	17.14	24.87	19.57	29.01	24.45
Other long-term liabilities	5.84	13.73	1.88	27.76	30.65	32.51	43.84	2.23
Current liabilities	700.08	597.36	458.10	373.31	293.85	475.52	479.76	412.59
Short-term debt	425.63	416.72	296.19	178.27	131.60	224.65	183.17	44.58
Current portion of LT debt	61.42	86.18	77.15	80.75	5.70	6.17	4.24	51.74
Current debt of financial division	-	-	-	-	-	-	-	-
Accounts payable	47.07	33.37	27.38	41.91	52.78	73.63	136.04	87.51
Accrued expenses	15.59	13.70	14.78	14.02	30.80	32.02	41.21	21.95
Other current liabilities	150.38	47.39	42.61	58.36	72.97	139.05	115.10	206.82
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	2	1	1	1	2	2	2	3
	361.63	919.02	465.62	509.36	009.08	210.51	463.60	164.70

Додаток Б

Зведений звіт про фінансові результати KERNEL та інші показники, 2013-2020 рр.

PROFIT & LOSS STATEMENT. KERNEL								
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Revenue	2 796.75	2 393.25	2 329.51	1 988.52	2 168.93	2 403.00	3 960.23	4 106.78
Cost of revenue	- 2 351.83	- 1 990.84	- 1 816.71	- 1 531.84	- 1 729.71	- 2 249.39	- 3 633.82	- 3 623.81
Gross profit	444.92	402.41	512.80	456.68	439.23	153.61	333.86	461.99
SG&A expenses	- 307.57	- 332.65	- 257.43	- 212.37	- 213.02	- 66.14	- 91.54	- 131.73
R&D expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciation & amortization	-	-	-	-	-	2.87	3.81	3.81
Other operating expenses	31.38	23.67	22.75	37.24	33.39	56.61	39.59	10.82
Operating income	168.73	93.42	278.12	281.56	259.59	141.22	270.65	337.28
Interest expenses	- 71.24	- 68.97	- 60.28	- 50.75	- 56.69	- 59.96	- 71.41	- 147.22
Interest and investment income	-	-	-	-	-	-	-	-
Other non-operating expenses	34.20	95.98	90.18	27.61	10.03	7.74	1.26	45.00
EBT excl. unusual items	131.68	71.53	127.65	258.42	192.87	73.53	197.99	145.06
Unusual items	- 10.64	- 18.90	- 4.81	- 10.63	- 4.57	- 23.48	- 7.58	- 0.23
EBT	121.05	90.42	122.84	247.79	197.44	50.05	190.41	144.83
Income tax expense	- 6.17	- 11.37	- 1.15	- 3.91	- 18.84	- 5.90	- 11.90	- 22.08
Earning from cont. ops.	114.88	101.80	121.69	243.88	178.60	55.95	178.50	122.75
Earning from disc. ops.	- 9.63	- 5.61	- 26.15	- 17.04	-	-	-	-
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	-
Minority interest in earnings	6.34	9.10	11.40	1.69	2.36	3.81	10.96	4.89
Net income	111.59	98.31	106.93	225.15	176.24	52.14	189.46	117.87
OTHER INDICATORS. KERNEL								

<i>USD m</i>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total debt	763	763	469	353	639	736	752	1 350
Net debt	684	698	339	293	475	604	627	980
NWC incl. cash	877	778	574	606	964	960	964	1 118
NWC excl. cash	798	713	445	546	800	828	839	749
<i>USD m</i>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	255.37	187.73	346.40	341.56	313.73	224.20	346.95	346
EBIT	168.73	93.42	278.12	281.56	259.59	141.22	270.65	337.28
Normalized net income	138.02	-	139.05	256.73	190.51	69.72	208.95	n/a
Depreciation & amortization	86.64	94.31	68.29	60.00	54.14	82.98	76.30	105.74
Capital expenditures	93.39	49.91	24.73	33.86	43.43	146.57	166.99	364.03
Dividends paid	-	-	19.92	19.92	20.18	20.49	20.49	20.49
Change in NWC	n/a	-	-	-	-	-	-	-
	603.00	518.00	229.00	075.00	103.00	116.00	794.00	89.44
Number of employees	17	16	15	14	16	15	12	

MARKET DATA

<i>USD m</i>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Shares outstanding, m	79.68	79.68	79.68	80.70	81.94	81.94	84.03	84.03
Stock price, USD	12.6	8.0	12.2	15.3	13.7	13.1	11.9	10.4
Market capitalization	1 005.55	640.11	970.72	1 234.02	1 119.18	1 069.66	1 003.65	876.03
Add: Total debt	762.77	762.92	468.51	353.11	639.42	736.14	752.37	350.00
Add: Pref. equity	-	-	-	-	-	-	-	-
Add: Minority interest	16.78	1.03	1.29	1.73	4.58	6.87	4.92	1.46
Less: Cash and ST investments	78.82	65.40	129.12	60.37	164.43	132.02	125.33	369.12
Enterprise value	1 706.29	1 338.65	1 311.40	1 528.49	1 598.74	1 680.65	1 625.76	1 858.36

Додаток В
Зведений баланс KWS, 2013-2020 рр.

BALANCE SHEET. KWS								
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Non-current assets	581.69	737.52	705.00	741.80	776.03	806.50	865.42	431.96
Net PPE	354.44	350.07	364.66	377.97	407.82	425.98	434.91	607.00
Gross PPE	677.61	671.90	652.68	687.73	744.32	797.16	820.81	019.00
Accumulated depreciation	-	-	-	-	-	-	-	-
Long-term investments	9.34	175.50	172.70	166.00	176.53	179.71	181.13	181.13
Deferred tax assets	58.43	65.62	40.00	45.58	53.09	57.46	72.15	79.29
Intangibles (w/o goodwill)	67.82	61.56	60.30	73.74	67.81	70.41	74.97	413.35
Goodwill	64.61	39.58	35.11	31.87	31.95	29.30	29.80	131.74
Other long-term assets	27.05	45.19	32.22	46.65	38.84	43.64	72.46	19.45
Current assets	1 002.56	857.34	784.43	853.66	929.87	964.22	541.22	1 078.74
Inventory	187.78	181.73	212.01	220.20	237.86	227.88	220.08	258.31
Total receivables	499.52	469.64	409.04	387.95	413.63	428.09	552.88	581.43
Accounts receivable	467.82	407.67	344.93	326.37	345.20	361.85	460.70	485.85
Other receivables	31.70	61.97	64.10	61.58	68.43	66.24	92.18	95.58
Deferred tax assets	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash and short-term investments	297.67	187.76	150.28	232.08	264.62	286.44	736.09	205.64
Other current assets	17.60	18.21	13.09	13.43	13.76	21.81	32.17	33.36
TOTAL ASSETS	1 584.25	1 594.86	1 489.43	1 595.46	1 705.90	1 770.72	2 406.64	2 510.70
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Equity	844.52	873.12	822.85	852.86	954.93	1 028.80	1 096.43	1 116.93
Common equity	803.23	862.08	814.31	850.16	952.04	1 025.52	1 093.36	1 116.81
Common stock	25.74	27.11	22.06	21.99	22.59	23.10	112.65	111.19
Additional paid-in capital	-	-	-	-	-	-	-	6.18
Treasuries and other equity	34.38	71.36	15.25	53.61	65.13	105.98	106.74	-
Retained earnings	811.87	906.33	807.51	881.78	994.58	1 108.39	1 087.45	999.34
Preferred equity	-	-	-	-	-	-	-	-

<i>USD m</i>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Long-term liabilities	298.10	346.38	352.81	437.17	409.45	390.06	414.63	893.43
Long-term debt	127.99	155.73	169.91	254.00	229.12	196.82	207.41	585.92
Capital leases	-	-	-	-	-	-	-	44.81
LT debt of financial division	-	-	-	-	-	-	-	-
Pension benefits	106.01	122.98	113.84	140.41	127.66	133.15	143.09	140.95
Deferred tax liabilities	38.60	35.82	10.79	10.49	14.51	22.57	18.68	103.66
Other long-term liabilities	25.49	31.85	58.27	32.28	38.15	37.52	45.45	18.09
Current liabilities	441.63	375.36	313.77	305.42	341.52	351.86	895.57	500.34
Short-term debt	43.24	54.88	35.49	25.19	44.57	71.51	540.99	118.04
Current portion of LT debt	-	-	-	-	-	-	-	-
Current debt of financial division	-	-	-	-	-	-	-	-
Accounts payable	107.57	77.79	66.45	83.31	86.02	88.35	100.70	123.20
Accrued expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
Other current liabilities	290.82	242.70	211.83	196.92	210.93	192.00	253.88	259.10
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	1 584.25	1 594.86	1 489.43	1 595.46	1 705.90	1 770.72	2 406.64	2 510.70

Додаток Г

Зведений звіт про фінансові результати та інші показники KWS, 2013-2020 рр.

PROFIT & LOSS STATEMENT. KWS								
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	1	1	1	1	1	1	1	1
Revenue	491.37	264.26	098.32	151.40	226.75	246.08	266.89	439.81
Cost of revenue	-	-	-	-	-	-	-	-
	789.12	587.68	505.15	534.03	563.52	520.43	521.77	617.59
Gross profit	702.25	676.58	593.17	617.37	663.23	725.64	745.11	822.22
SG&A expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
	341.23	334.93	294.73	304.33	322.08	349.42	386.04	279.43
R&D expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
	182.48	204.51	192.02	202.03	217.14	230.66	233.91	265.17
Depreciation & amortization	-	-	-	-	-	-	-	-
Other operating expenses	17.45	36.11	30.09	16.40	8.48	14.01	2.51	21.34
Operating income	195.99	173.25	136.50	94.62	115.53	131.56	122.65	154.28
Interest expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
	11.93	15.97	11.00	13.10	10.93	11.52	19.46	27.06
Interest and investment income	2.23	2.35	5.95	2.96	3.54	4.72	4.64	6.16
Other non-operating expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
	2.11	15.65	17.91	60.54	59.08	52.31	45.74	12.10
EBT excl. unusual items	184.19	175.29	149.37	145.01	167.21	177.07	153.58	108.96
Unusual items	-	-	-	-	-	-	-	-
	0.17	3.11	4.45	3.36	1.86	16.07	10.81	36.51
EBT	184.35	172.17	144.92	141.65	169.07	161.00	164.38	145.47
Income tax expense	-	-	-	-	-	-	-	-
	64.38	62.27	51.30	46.94	57.59	44.72	46.02	38.58
Earning from cont. ops.	119.97	109.90	93.62	94.70	111.48	116.27	118.37	106.89
Earning from disc. ops.	-	-	-	-	-	-	-	-
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	-
Minority interest in earnings	-	-	-	-	-	-	-	-
	4.40	4.32	1.49	0.02	0.19	0.16	0.13	0.08
Net income	115.57	105.58	92.13	94.69	111.29	116.11	118.50	106.94
OTHER INDICATORS								
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total debt	171	211	205	279	274	268	748	748
Net debt	(126)	23	55	47	9	(18)	12	543
NWC incl. cash	604	537	506	573	633	613	638	578
NWC excl. cash	307	349	356	341	368	397	(97)	373
EBITDA	242.83	221.00	183.29	145.71	171.78	190.06	178.27	253.06
USD m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020

EBIT	195.99	173.25	136.50	94.62	115.53	131.56	122.65	154.28
Normalized net income	179.79	170.97	147.88	145.00	167.02	176.91	153.71	
Depreciation & amortization	46.84	47.75	46.79	51.09	56.25	58.50	55.62	99.06
Capital expenditures	75.06	77.33	91.46	75.23	65.17	64.33	98.69	121.29
Dividends paid	24.02	91.61	22.06	-	22.66	24.64	24.03	24.82
Change in NWC	n/a	42.60	6.77	14.52	26.95	29.13	53.12	
Number of employees	4	4	5	5	5	5	4	4
	443.00	844.00	300.00	472.00	000.00	147.00	126.00	414.00

MARKET DATA. KWS

<i>USD m</i>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Shares outstanding, m	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00
Stock price, USD	68.9	65.2	60.2	59.5	80.2	59.5	64.8	66.7
Market capitalization	2 272.26	2 153.00	1 985.56	1 964.74	2 646.97	1 964.74	2 136.80	2 201.10
Add: Total debt	171.23	210.61	205.39	279.19	273.69	268.33	748.40	748.40
Add: Pref. equity	-	-	-	-	-	-	-	-
Add: Minority interest	41.29	11.04	8.54	2.70	2.89	3.28	3.07	0.11
Less: Cash and ST investments	297.67	187.76	150.28	232.08	264.62	286.44	736.09	205.64
Enterprise value	2 187.11	2 186.89	2 049.21	2 014.56	2 658.94	1 949.91	2 152.18	2 743.97

Додаток Д

Розрахунок діапазону ціни акції Кернел

чистий дохід на одну акцію Кернел, дол.	47.13
балансова вартість капіталу на одну акцію Кернел, дол.	16.02
загальна кількість акцій, млн	84.03
готівка та її еквіваленти, млн дол.	125.33
Борг, млн дол.	752.37
частка меншості, млн дол.	- 4.92
Прогнозоване значення EV/Sales	0.35
Прогнозоване значення P/B	1.4
Ціна отримана з EV/Sales, дол. (нижня межа)	9.09
Ціна отримана з P/B, дол. (верхня межа)	22.43

Джерело: розрахунки автора на основі даних [20]

Додаток Е

Розрахункові дані для побудови моделі оцінки вартості капіталу

	P / E	Cost of capital	Payout ratio	P/B	ROE	EV / EBITDA	ROIC	Tax rate	EV / Sales	EBIT margin	expected growth	Cost of capital
Kernel Holding S.A.	5.3	10.8%	10.8%	0.7	15.0%	4.7	10.4%	18.0%	0.4	4.8%	2.0%	10.8%
KWS SAAT SE & Co. KGaA	18.0	5.9%	20.3%	1.9	11.2%	12.1	14.9%	30.0%	1.7	9.4%	3.0%	5.9%
ASTARTA Holding N.V.	69.0	11.2%	n/a	0.2	0.3%	7.1	0.3%	25.0%	0.8	0.3%	1.7%	11.2%
Bunge	10.8	5.0%	40.0%	1.7	15.9%	8.2	3.6%	16.0%	0.1	2.6%	0.4%	5.0%
Ros Agro PLC	8.3	5.3%	51.5%	0.8	9.9%	9.3	5.9%	12.5%	1.1	7.1%	2.5%	5.3%
MHP	4.6	8.4%	36.6%	0.7	6.2%	5.5	8.5%	18.0%	1.2	10.6%	3.0%	8.4%
Bell Food Group AG	28.0	3.9%	69.8%	1.1	3.9%	7.3	2.5%	14.8%	0.5	1.2%	1.0%	3.9%
Cherkizovo Group	10.6	7.1%	91.5%	1.2	11.7%	7.3	5.8%	20.0%	1.1	9.6%	2.7%	7.1%
GFPT Public Company Limited	12.9	4.7%	26.2%	1.1	11.3%	7.7	0.3%	20.0%	1.1	8.1%	2.4%	4.7%
Atria Oyj	18.7	4.9%	74.7%	0.7	3.5%	6.6	2.8%	20.0%	0.4	1.0%	0.5%	4.9%
NH Foods Ltd.	24.2	4.0%	58.3%	1.2	4.5%	10.0	4.2%	30.62	0.5	1.6%	0.7%	4.0%
Fleury Michon SA	(4.8)	3.0%	- 18.2%	0.7	- 12.6%	11.3	8.2%	28.0%	0.4	0.8%	0.5%	3.0%

Джерело: складено автором на основі даних [20,21,22,23].