

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА**

Факультет фінансів

Кафедра корпоративних фінансів і контролінгу

ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА	Фінансовий менеджмент і контролінг
Галузь знань	07 Управління та адміністрування
Спеціальність	072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Форма навчання: очна (денна)

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

на тему «Вартісно-орієнтований фінансовий менеджмент на підприємстві»

здобувача Коровкіна Нікіти Аркадійовича

Науковий керівник: кандидат економічних наук, доцент
Стащук Дмитро Михайлович

**Робота допущена до захисту перед екзаменаційною комісією з атестації
здобувачів вищої освіти (ЕК)**

Завідувач кафедри: д.е.н., проф. Терещенко О.О.

Київ 2023

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНА СКЛАДОВА ЗРОСТАННЯ ВАРТОСТІ НА ПІДПРИЄМСТВІ	6
1.1 Економічна сутність вартості суб'єкта господарювання.....	6
1.2 Методологічне забезпечення	10
1.3 Інструменти вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту	15
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ОРГАНІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ В КОМПАНІЇ	29
2.1 Загальна фінансово-економічна характеристика компанії та система вартісно-орієнтованого управління.....	29
2.2 Фінансові та нефінансові драйвери вартості бізнесу	47
2.3 Ризики при впровадженні вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту	51
РОЗДІЛ 3. ВПРОВАДЖЕННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ	55
3.1 Елементи створення вартості компанії та визначення потенціалу ефективності вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту	55
3.2 Шляхи покращення ефективності вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту.....	64
ВИСНОВКИ	70
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	76
ДОДАТКИ	81

ВСТУП

Актуальність теми: посилення процесів глобалізації, збільшення конкуренції на світовому ринку змушують вдосконалювати механізми формування фінансових ресурсів на підприємствах та створювати нові підходи для розвитку бізнесу, що зосереджений в першу чергу на зростанні його вартості. Довгостроковий сталий розвиток, що базується на збільшенні фінансових інтересів акціонерів, є шляхом до побудови інноваційного, фінансово здорового та перспективного бізнесу.

Для бізнесу ключовим стає пошук шляхів щодо оптимізації використання ресурсів, підвищення ефективності управління та збільшення привабливості для стейкхолдерів, що дозволить підтримувати фінансовий стан на високому рівні.

Врахування аспектів соціальної відповідальності бізнесу є також важливим фактором сьогодення. Інвестори, працівники, клієнти в своїй більшості намагаються боротися за зменшення негативного впливу бізнесу на навколишнє середовище. Підтримка даних ідей також сформована у вартісно-орієнтованому фінансовому менеджменті, який ще, в свою чергу, впливає на репутацію компанії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту на підприємстві, його переваг та недоліків, а також теоретичної складової елементів і методів впровадження та оцінки його якості займалось багато зарубіжних та вітчизняних вчених. Серед них у роботі виділені наукові здобутки Н. І. Климаша, О. І. Давидова, Л. А. Костирко, О. О. Терещенка, Р. О. Костирка, О. О. Середи, В. В. Лойко, А. В. Калабухової, Т. Коллера, Л. М. Пронько, О. В. Асканової, Г. Й. Островської, С. І. Чернова та А. В. Карпенка.

Мета дослідження: на основі проведеного аналізу системи управління, що базується на підвищенні вартості підприємства, та її ролі у процесі прийняття управлінських рішень розробити пропозиції щодо впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту на підприємстві та шляхів його удосконалення.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі *завдання*:

- аналіз економічної літератури вітчизняних та зарубіжних авторів на предмет дослідження поняття «вартість підприємства»;
- розгляд методологічного забезпечення впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту на підприємстві;
- висвітлення інструментів вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту, аналіз їх переваг та недоліків та можливості розрахунку;
- дослідження системи вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту компанії Netflix Inc., оцінка вартості компанії за дохідним методом, використовуючи модель DCF;
- визначення фінансових та нефінансових драйверів вартості компанії Netflix Inc., їх характеристика та розрахунок;
- опис основних ризиків та обмежень в компанії при впровадженні вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту;
- дослідження елементів створення вартості в компанії Netflix Inc. та визначення її потенціалу, використовуючи мультиплікатори P/E та EV/EBITDA, а також інші показників, що визначають додаткову вартість для акціонерів;
- визначення шляхів вдосконалення діяльності компанії та збільшення її вартості при впровадженні вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту.

Об'єкт дослідження – це процеси управління та впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту на підприємстві.

Предметом дослідження виступають теоретичні положення, методичні

підходи та прикладні аспекти розвитку підприємства завдяки впровадженню вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту.

Методи дослідження. У процесі роботи при вирішенні завдань було використано такі загальновідомі методи, як: синтез, аналіз та аналітика, дедукція та індукція, зіставлення, формалізація, класифікація, конкретизація, економічні гіпотези, а також проведення статистичного, комплексного та інших різновидів всебічного аналізу.

Інформаційною базою дослідження виступають наукові праці українських та зарубіжних вчених з досліджень, фінансова звітність підприємства, світові постачальники фінансової інформації.

Структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Загальний обсяг роботи складає 78 сторінок.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНА СКЛАДОВА ЗРОСТАННЯ ВАРТОСТІ НА ПІДПРИЄМСТВІ

1.1 Економічна сутність вартості суб'єкта господарювання

Цінність поняття «вартість підприємства» та яку інформацію воно дає стейкхолдерам дійсно важко переоцінити. У науковому світі вже досить сильно закріпилась думка, що висока вартість – це компонента якісного ведення бізнесу, що є перспективним в майбутньому та має усі можливості бути успішним в довгостроковій перспективі, попри конкуренцію на ринку, динамічне середовище та інші фактори, що прямо або опосередковано впливають на компанію.

Вартість підприємства є одним із критеріїв, на основі яких приймаються рішення щодо здійснення інвестицій у певне підприємство чи його купівлі-продажу як цілісного майнового комплексу, тому для реальних і потенційних інвесторів велике значення має правильність визначення вартості підприємства. Достовірність результатів оцінки вартості підприємства залежить від вибраного підходу та його методів, а також від наявності достовірної інформації про об'єкт оцінки [1].

Наразі недостатньо лише проведення фінансової аналітики задля дослідження підприємства. Стрімкі грошові потоки, управління ними, значна кількість внутрішніх та зовнішніх ризиків змушує використовувати більш адаптовані до сьогодення методи та принципи. Саме тому передбачається комплексна оцінка усіх бізнес-процесів, так як вартість підприємства – не лише складова фінансової діяльності, а вона також відображає загальний добробут

компанії та її діяльність і стратегію в довгостроковій, а не короткостроковій перспективі.

Почнемо дослідження сутності поняття «вартості» з думок наукової спільноти. Для цього у табл. 1.1 представлені визначення поняття «вартості підприємства» різними науковцями.

Таблиця 1.1 – Аналіз поглядів вчених на сутність поняття «вартість підприємства»

Автор	Визначення поняття
Н. І. Климаш	Вартість підприємства відображає сукупну характеристику фінансових показників діяльності підприємства та інтересів різних учасників ринкових відносин.
О. І. Давидов	Вартість підприємства – міра грошового вираження величини перевищення корисного результату діяльності підприємства для стейкхолдерів над витратами із залучення капіталу з урахуванням впливу внутрішніх і зовнішніх драйверів вартості підприємства.
Л.А. Костирко, О.О. Терещенко, Р.О. Костирко, О.О. Серeda	Вартість підприємства, з одного боку, є індикатором сталого розвитку, а з іншого – регулятором розподілу цінності для різних учасників економічних відносин.
В. В. Лойко, А. В. Калабухова	Економічний критерій, що відображає інтегральний ефект впливу прийнятих рішень на всі параметри, за якими оцінюється діяльність підприємства (частка ринку та міцність конкурентної позиції, доходи, інвестиційні потреби, операційна ефективність, податковий тягар, регулювання, потоки грошових коштів, рівень ризику).
Т. Коллер	Вартість є особливо корисним показником результативності, оскільки він враховує довгострокові інтереси не лише власників, а й усіх зацікавлених у діяльності компанії сторін.

Джерело: [2, 3, 4, 5, 6]

З проаналізованих робіт описаних вище науковців можна зробити власний висновок щодо поняття «вартість підприємства». Вартість підприємства – це комплексний показник, який характеризує усі аспекти діяльності підприємства та виступає індикатором розвитку, враховуючи внутрішні і зовнішні фактори та інтереси стейкхолдерів.

Взагалі ж підходи до трактування поняття «вартість підприємства» можна розділити на ціннісно-ціновий, стратегічний, майновий, системний та комплексний. Основні їх особливості розглянемо дещо нижче.

Почнемо розгляд підходів з ціннісно-цінового. У цьому підході основою вартості виступає «міра грошового вираження». Її формування залежить від ефективності ведення господарської діяльності та цінності для власників. Л. М. Пронько, наприклад, вважає, що вартість підприємств також оцінюється з точки зору якості та соціальної корисності [7]. Проте, є й недоліки цього підходу, що й не дозволив йому набрати серйозного поширення впродовж періоду становлення поняття «вартість підприємства». У цьому підході практично відсутній вплив ринку в реальному середовищі, що і викликає відхилення ціни від справжньої справедливої вартості підприємства. Тож важко не погодитися, що доцільність використання такого підходу є низькою та неефективною в розрізі постійного розвитку ринкових відносин.

Представниками ж стратегічного підходу стали такі науковці, як О. Асканова, Г. Островська, С. Чернов та А. Карпенко. Суть цього підходу вже значно вірізняється від ціннісно-цінового, так як вартість визначається за розрахунком величини майбутніх грошових потоків. Поняття «вартість підприємства» визначається за рахунок проявів ділової активності суб'єкта та обмежується фактичним (потенційним) приростом потоків економічних вигод. Його недоліком була надмірна ймовірність у визначенні вартості підприємства, так як при використанні даного підходу висувалась велика кількість різноманітних припущень. У динамічному середовищі таке явище є дійсно дуже негативним.

Майновий підхід до трактування вартості підприємства визначається з вартості усього наявного у підприємстві майна. Його прийнято поділяти на два напрями. Перший напрям полягає в ототожнюванні вартості підприємства з майновою основою, ігноруючи вплив нематеріальних активів. Другий напрям,

окрім майнової, враховує цю ж саму вартість нематеріальних активів, яка ігнорувалась в першому. Скільки покупець може заплатити за оцінюване підприємство, за його активи – це і є визначення вартості при даному підході. Недоліком, як на мене, виступає повне ігнорування зовнішнього середовища та відсутність впливу на вартість потенційних вигод від володіння купленим підприємством, що є, наприклад, у стратегічному підході.

При системному підході підприємство оцінюється як загальна відкрита система, на яку постійно впливає безліч факторів та які коригують її вартість. Вартість підприємства визначається як критерій його розвитку та ефективного функціонування в наявних умовах зовнішнього середовища. На відміну від ціннісно-цінового, у системному підході існує обмежена спрямованість на внутрішні фактори, що відіграють важливу роль у формуванні вартості підприємства. Тому його використання також не дає повну інформацію про справедливую вартість підприємства [8].

Наступним чином буде доцільно описати фактори, що впливають на визначення вартості підприємства за описаними вище підходами. На ціннісно-ціновий підхід впливає саме фінансовий стан самого підприємства, не беручи до уваги ринкові умови. Рівень рентабельності інвестицій та рівень ліквідності є ключовими показниками для визначення вартості.

Так як в стратегічному підході ключову увагу віддають майбутнім грошовим потокам, то факторами, що впливають на можливу величину вартості слугують переважно прогнози попиту, політичних та природніх умов, а також різні макроекономічні тренди.

При використанні майнового підходу увага приділяється вартості матеріальним та нематеріальним активам. Стан ринку нерухомості в Україні, структура капіталу, ділова репутація компанії, інвестиції в основний та оборотний капітал – фактори, які визначають вартість компанії за даним підходом прямо чи опосередковано.

Комунікація з клієнтами, партнерами, постачальниками, ділова репутація, стан ринку – основні елементи для визначення вартості підприємства за системним підходом. Надзвичайно велика увага приділяється саме зовнішнім чинникам.

Комплексний підхід же може мати в собі різні складові із описаних вище підходів, тому він наразі і є найбільш популярним і найкращим до використання. Він використовує в собі різні підходи в залежності від виду діяльності підприємства, вартість якого варто визначити, та безліч інших факторів.

Отже, вартість підприємства є важливим елементом при його розгляді, як об'єкта інвестицій та для розуміння його подальших перспектив розвитку. При визначенні вартості підприємства наукова спільнота використовувала та продовжує використовувати різні підходи в залежності від об'єкту оцінки, його виду діяльності, ринкових умов та інших факторів. Проте на даний момент комплексний підхід є найбільш сучасним та ефективним для найточнішого трактування поняття «вартість підприємства» та його подальшого визначення.

1.2 Методологічне забезпечення

Для того, щоб якісно конкурувати на даному етапі розвитку та визначати загальний рівень діяльності підприємства, формування окремих підходів щодо вартісно-орієнтованого управління підприємствами, в основу яких покладено вартість бізнесу, як ключовий підсумковий критерій ефективності, на основі якого відбуватиметься реалізація планів стратегічного розвитку суб'єктів господарювання, є важливим завданням для науковців [9].

Процес вартісно-орієнтованого управління фінансами описано в рис. 1.1.

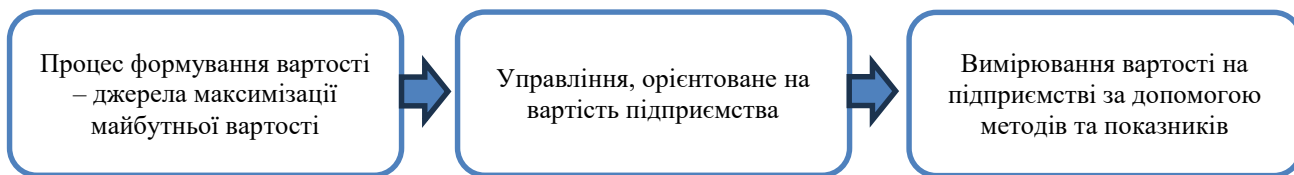


Рисунок 1.1 – Процес вартісно-орієнтованого управління фінансами [10]

Система вартісно-орієнтованого управління фінансами суб'єктів господарювання базується на визначенні вартості самого підприємства або бізнесу, якщо мова ведеться про складніші економічні суб'єкти. Традиційні підходи передбачають застосування кількох типових методів оцінювання вартості бізнесу, до яких відносяться:

- витратний підхід;
- дохідний підхід;
- порівняльний підхід [9].

Кожен підприємець бажає працювати вигідно та ефективно, з найсильнішими працівниками, над цікавими та перспективними проектами. Зрозуміло, що ігнорування короткострокових цілей не завжди сприймається позитивно, проте жертвування довгостроковими результатами заради короткострокових прибутків – не найкраща стратегія. Основна ціль будь-якого бізнесу – побудова та максимізація здатності бути прибутковим у довгостроковій перспективі, особливо в часи жорсткої конкуренції. Одним із способів цього є використання Value-Based Management (VBM), що можна перекласти як Вартісно-орієнтоване управління фінансами. Ця концепція наразі є найбільш актуальною та ефективною в розрізі фінансового менеджменту [11].

Аналіз вартості підприємства не може базуватись виключно на аналізі поточної та минулої інформації, саме тому існує гостра необхідність процесу прогнозування та подальшого аналізу, дослідження та розробки можливих

сценаріїв в майбутньому для визначення найбільш ефективних заходів для зростання вартості підприємства [12].

Вартісно-орієнтований менеджмент можна описати як комплексний підхід до управління, що фокусується саме на створенні цінності шляхом досягнення поставлених перед підприємством цілей. Його мета – зосередження на довгостроковій перспективі за рахунок фокусування на найкращі процеси прийняття рішень на усіх рівнях підприємства [13].

Управління акціонерною вартістю — це підхід до управління підприємством, що вимагає зміни в способі прийняття рішень на відміну від того, як вони зазвичай приймаються [14].

Вартість підприємства (фундаментальна ринкова оцінка підприємства) виступає в концепції VBM як грошовий індикатор майбутніх можливостей зростання, тобто інтегрує в сьогоднішніх грошах інвестиційну привабливість політики, що проводиться як з комерційної, так і з інвестиційної та фінансової діяльності [15].

Доцільно проаналізувати та визначити, за рахунок чого відбувається збільшення цікавості до концепції VBM у світі. Це пояснюється такими причинами:

- загроза поглинання бізнесу інвесторами, що шукають підприємства з поганою системою менеджменту;
- прийняття припущень концепції VBM керуючими компаніями;
- переконання в тому, що традиційні способи вимірювання, що базуються на даних бухгалтерського обліку (наприклад, величина чистого прибутку, яка припадає на одну акцію (EPS), або рентабельність інвестицій (ROI)), не пов'язані з підвищенням ціни акцій;
- інформація про вартість підприємства все частіше публікується разом з іншими результатами діяльності в професійній пресі;

- розуміння того, що системи довготермінової винагороди для менеджерів мають бути тісно пов'язані з цінністю, створеною для власників [16].

Для вимірювання ефективності за VBM встановлюється єдина, організаційна метрика ефективності, наприклад, така як економічна додана вартість (EVA). Потім визначаються «драйвери вартості»: це фактори, що пов'язані з акціонерною вартістю, на які можуть впливати менеджери компанії. Така концепція управління розробляється на всіх рівнях компанії, пов'язуючи цілі менеджерів та персоналу. VBM – це ієрархічна система, що з'єднує всі рівні компанії з акціонерною вартістю. Таким чином, відповідно до ефективно впровадженної системи вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту, індивідуальні цілі співробітників повинні бути тісно пов'язані з метою компанії, якою є досягнення високого рівня акціонерної вартості.

Важливо підкреслити, що ця система драйверів вартості відповідає конкретній діяльності, яку керівництво може контролювати на кожному рівні компанії. Драйвери вартості охоплюють як фінансові, так і нефінансові сфери діяльності.

Методологічним базисом механізму вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств є такі основні принципи: стратегічної орієнтованості, інтегрованого мислення, узгодженості інтересів стейкхолдерів, мотивації, ефективності [4].

Принцип стратегічної орієнтованості: його ключова ідея полягає у фокусуванні управління на максимізацію вартості очікуваних грошових потоків у довгостроковій перспективі. Прогноз сталого розвитку підприємства відбувається на основі результатів оцінки його стратегічної вартості та використовується для реалізації даного принципу. Для розрахунку стратегічної вартості доцільно використовувати такі етапи:

- 1) формування інформаційної бази;
- 2) вибір методів оцінки вартості підприємства;

- 3) розрахунок оцінки вартості підприємства;
- 4) аналіз впливу ключових факторів на стратегічну вартість підприємства;
- 5) Визначення шляхів покращення фінансової стратегії розвитку підприємства [4].

Наступний принцип для аналізу – принцип інтегрованого мислення. Він означає розгляд підприємства у зв'язку між його операційними та функціональними одиницями та капіталом, що використовується для створення вартості [17]. Інтегроване мислення напряду впливає на ефективність створення вартості на підприємстві за рахунок внутрішніх механізмів впливу.

Принцип узгодженості інтересів стейкхолдерів щодо створення цінності означає, що одним із ключових елементів створення вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту є збалансованість інтересів усіх сторін. Його важливість виявляється в тому, що зацікавлені особи впливають на репутацію підприємства, на його конкурентні позиції та можуть виступати в якості соціально-політичного суб'єкта.

Варто також описати важливість принципу мотивації менеджменту. Він вказує на те, що мотивація повинна бути прив'язана до досягнення певних показників вартості підприємства і бути сфокусована саме на ринку капіталу. Винагороди працівникам повинні базуватись на чинниках вартості відповідного рівня управління.

Забезпечення ефективності вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту залежить від раціонального вибору інструментів та методів.

Вибір моделі оцінки вартості залежить від:

- 1) цілі, яку ставить перед собою користувач такої інформації;
- 2) якісної інформаційної бази розрахунку показників вартості.

Недостовірність чи недостатність інформації може призвести до помилкових результатів оцінки вартості підприємства [4].

Отже, вартісно-орієнтований фінансовий менеджмент на підприємстві все більше користується популярністю в світі, так як впровадження управління з метою підвищення доходів акціонерів показує наскільки доцільно вкладатися в цей бізнес. На основі VBM будуються стратегічні цілі, які компанія намагається досягти за допомогою підвищення ефективності управління в усіх аспектах бізнесу. Важливим є дотримання принципів стратегічної орієнтованості, інтегрованого мислення, узгодженості інтересів стейкхолдерів, мотивації, ефективності, а також вибір підходу до оцінки компанії та раціональних методів і інструментів аналізу.

1.3 Інструменти вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту

Забезпечення максимізації вартості бізнесу можливе за рахунок використання найбільш доцільних та раціональних інструментів вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту. Інструменти механізму управління вартістю підприємства – це способи впливу на фактори вартості, що призводять до її зростання. Зокрема, до них можна віднести: аналіз; планування і контролінг; інструменти організаційного управління; інструменти маркетингу (торгова марка, ділова репутація); фінансові інструменти (капітал, резерви, інвестиції, обсяги продаж, чистий грошовий дохід, ставка дисконтування) [4].

Головним завданням для підприємства є вибір ключових інструментів за фактором вартості, що будуть якнайкраще показувати відповідність підприємства бажаним стандартам. Вони є ключовими для оцінки доданої вартості підприємства.

Концепція управління вартістю розкриває широкі можливості для реалізації функцій менеджменту на підприємстві, адже широкий перелік

показників вартості (чистий залишковий прибуток – RE, економічний прибуток – EP, додана економічна вартість – EVA, додана грошова вартість – CVA, додана акціонерна вартість – SVA, ринкова вартість – MV, стратегічна вартість – SV, загальна віддача акціонерам – TSR та інші) дозволяє диференційовано підходити до вибору цільових критеріїв та обирати методи управління, що найбільшою мірою відповідають умовам, у яких функціонує підприємство, враховувати його масштаби та специфіку діяльності [18]. Ця особливість при введенні вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту на підприємстві є чи не основною його перевагою. Максимізація вартості дозволяє налагодити усі основні процеси на виробництві, досягти довгострокового розвитку, а розширений інструментарій допомагає якісно оцінити наявні проблеми та виправити їх, згідно із видом діяльності. Тому концепція управління вартістю (VBM – value based management) набула та продовжує набувати визнання по всьому світі.

Вже було визначено, що для оцінки вартості підприємства використовуються три підходи – порівняльний (ринковий), дохідний та витратний.

Розберемо їх суть, особливості, переваги та недоліки для того, щоб визначити, які ж методи та інструменти використовуються у різних підходах.

Ринковий підхід передбачає розрахунок вартості підприємства шляхом зіставлення його діяльності з іншими бізнес-аналогами. Ринковий (market comparison approach) підхід містить в собі 2 найголовніші методи оцінки вартості компанії.

Перший – метод зіставлення мультиплікаторів (comparable company analyses). Компанії-аналоги повинні підходити оцінюваній за видом діяльності, розміром (оцінюється за показниками виручки, чисельності співробітників, вартості активів), асортиментом послуг чи продукцією, що виробляється, подібними ризиками, диверсифікацією бізнесу, перспективами зростання та іншими факторами. Компанії-аналоги порівнюються з оцінюваною компанією за

допомогою спеціальних визначених мультиплікаторів. Мультиплікатори виступають коефіцієнтами, що показують співвідношення між ринковою ціною компанії та фінансовими і економічними показниками. Для проведення якісного аналізу потрібно обрати фінансову інформацію, що є найбільш доцільною та цінною для порівняння. Ключові метрики, що повинні бути включені – ціна за акцію, ринкова капіталізація, EBITDA, виручка та вартість компанії (enterprise value). Мультиплікаторами, за допомогою яких можна порівнювати, зазвичай виступають Price to earnings ratio (P/E, ціна/прибуток), EV/EBITDA та інші. Таким чином можна оцінити ринкову вартість оцінюваного підприємства на основі зіставлення значень окремих показників. Також, якщо мультиплікатори «пірів» постійно вище за оцінювану компанією, то компанію можна вважати недооціненою, якщо ж нижче – то переоціненою [19].

Перевагою цього методу є те, що він реально відображає ситуацію, що відбувається на ринку в даний момент часу, так як є пов'язаним з найактуальнішими цінами на акції та фінансовою інформацією підприємств. Недоліками є:

- можливий важкий пошук компаній-аналогів, якщо у оцінюваної є власна унікальна бізнес-модель та специфічний вид діяльності;
- на ринку уся галузь може бути недооціненою або переоціненою, що значно погіршить отримані результати;
- базою для розрахунку є досягнуті в минулому фінансові результати, можливе ігнорування подальшої перспективи діяльності.

Другий ринковий метод оцінки – метод порівняння продажів (транзакцій). Його основна ідея заключається в тому, що для порівняння беруться ціни продажів на ринку аналогічних (подібних) підприємств. Умова такого методу – ціни на підприємства встановлюються в порівнянні з аналогічно проданими об'єктами. Такий підхід спирається на аналіз продажів аналогічних властивостей, і вказує на повну грошову вартість, аналізуючи недавні продажі або пропонуючи

ціни аналогічних компаній. Якщо аналогічні операції не ідентичні суб'єктному бізнесу, ціна продажу порівнянного майна коригується з урахуванням відмінностей від суб'єктного бізнесу [20].

Перевагами слугують актуальні та сучасні дані що дозволяють відповідати оцінці ситуації на ринку. Проте недоліками такого методу є не досить розвинутий фондовий ринок в Україні, важкість знаходження аналогів та не завжди достатня кількість офіційної доступної інформації про деталі угод купівлі/продажу підприємств, активів.

Перейдемо до витратного методу. Витратний підхід базується на логіці принципу заміщення. Концепція полягає в тому, що інвестори не будуть платити більше за визначений об'єкт, ніж за інший об'єкт еквівалентної корисності. Як і при ринковому підході, існує дві потенційні стартові точки для витратного підходу до оцінки: вартість відтворення та вартість заміни.

Вартість відтворення – це розрахункова вартість, за поточними цінами, для створення точної копії предмета активу, використовуючи ті ж матеріали, будівельні методи та стандарти, а також дизайн і якість виготовлення. У цьому методі включаються всі недоліки власності і можлива застарілість в цей точний дублікат.

Вартість заміни – це вартість заміни існуючого активу (частини бізнесу) на нову еквівалентну величину на вказану дату.

Підхід до витрат часто використовується для оцінки нової конструкції, спеціальних властивостей використання та властивостей без недавніх порівнянних продажів. Це може допомогти покупцям дізнатися, чи є цей актив чи бізнес недооцінений або переоцінений, прийняти зважені рішення щодо заміни вартості.

Метод витрат зазвичай погано працює для оцінки нематеріального активу, оскільки вартість його заміни досить важко оцінити [21].

Головна перевага витратного підходу – він може бути дуже гарним, так як оцінка відбувається в поєднанні з поточними ринковими цінами. Він забезпечує розрахунок вартості саме матеріального майна, оскільки ця вартість була чітко відокремлена від усіх інших активів.

Недоліком є те, що даний метод вимагає багато достовірної інформації щодо стану ринку та цін на ньому. Він вимагає також точного розрахунку витрат на матеріали, обладнання та робочу силу.

Третім та останнім методом оцінки вартості підприємства є дохідний. Він заснований на оцінці майбутніх доходів підприємства, тобто оцінці вартості підприємства, що ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигод (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства [22].

При оцінці вартості дохідним методом відображаються:

- дохідність для потенційних інвесторів;
- добробут існуючих акціонерів;
- можливість компанії до генерування грошових потоків у майбутньому.

Він дає можливість оцінити також дохідність інвестицій в акції компанії. За допомогою методів дохідного підходу можна визначити внутрішню вартість компанії, однак не ціну її купівлі-продажу. Як правило, методи дохідного підходу використовуються при аналізі діяльності компанії з метою подальшого інвестування в неї потенційними інвесторами та акціонерами.

Найчастіше для оцінки компанії використовують модель дисконтування грошових потоків (DCF), так як вона враховує в собі усі ключові фактори впливу на справедливую вартість компанії. Оподаткування, ефективність операційної діяльності, структура капіталу, забезпеченість оборотним капіталом, вартість капіталу на ринку, макроекономічні фактори та інші. Ця модель базується на використанні грошових потоків компанії (cash flows). Для початку варто

визначити, який тип грошових потоків ми будемо використовувати. Найкращим вибором буде використання unlevered free cash flow (UFCF). UFCF – це сума грошей, наявна для використання бізнесом до віднімання витрат за відсотками за боргом [23].

Формула UFCF є наступною:

$$\begin{aligned} \text{Unlevered free cash flow} = & \text{NOPAT} + \text{Depreciation and amortization} \\ & - \text{Increase in NWC} - \text{Capex}, \end{aligned} \quad (1.1)$$

де NOPAT – це чистий операційний прибуток після оподаткування;

Depreciation and amortization – це знос та амортизація;

Increase in NWC – це збільшення чистого робочого капіталу;

Capex – це капітальні інвестиції.

Подальшим кроком буде розрахунок поточних вартостей майбутніх грошових потоків і вартості в постпрогнозний період. Їх вартість сумується та отримується вартість підприємства.

Формула поточної (приведеної) вартості грошових потоків розраховується за наступною формулою:

$$PV = \frac{CF}{(1 + r)^t}, \quad (1.2)$$

де PV – поточна (приведена) вартість;

CF – величина річного грошового потоку (cash flow);

r – ставка дисконтування (переважно використовується WACC (weighted average cost of capital));

t – номер періоду.

Зазвичай грошові потоки компанії прогнозуються на 5-7 років в залежності від виду діяльності (наприклад, майбутні грошові потоки певного

відділу підприємства з видобутку корисних копалин можна прогнозувати на наступні роки в залежності від кількості залишку корисних копалин). Потім потрібно визначити термінальну вартість (TV, Terminal value) – теперішня вартість усіх грошових потоків постпрогнозного періоду, приведена до певного моменту у майбутньому.

Формула термінальної вартості буде виглядати наступним чином:

$$TV = \frac{UFCF \times (1 + g)}{r - g}, \quad (1.3)$$

де TV – термінальна вартість (terminal value);

g – темп зростання;

r – WACC (ставка дисконтування).

Формула ж самої ставки дисконтування (WACC) виглядає наступним чином:

$$WACC = Re \times \frac{E_{t-1}}{C_{t-1}} + (1 - T) \times Rd \times \frac{D_{t-1}}{C_{t-1}}, \quad (1.4)$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу;

Re – очікувана ставка витрат на власний капітал підприємства (cost of equity);

E_{t-1} – ринкова вартість власного капіталу в періоді t-1;

C_{t-1} – сума капіталу підприємства за ринковою вартістю в періоді t-1;

T – податковий мультиплікатор;

Rd – очікувана ставка витрат на позичений капітал (cost of debt);

D_{t-1} – обсяг позиченого капіталу у періоді t-1.

Перейдемо до наступних інструментів вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту.

Показник EVA означає економічну додану вартість. Головна ідея EVA полягає в наступному: капітал підприємства повинен працювати з такою ефективністю, щоб забезпечити норму прибутковості на вкладений капітал,

необхідну інвесторам, акціонерам або іншим власникам [4]. Він є надзвичайно важливим інструментом, що допомагає вимірювати ефективність підрозділів.

Формула розрахунку EVA:

$$EVA = NOPAT - IC \times WACC, \quad (1.5)$$

де IC – інвестований капітал.

Концепція управління, що базується на розрахунку даного показника дає змогу з'ясувати, чи достатньо виходить заробляти компанії, якщо порівнювати її з іншими альтернативними вкладеннями [2].

Також важливим показником, що дозволяє визначити ринкову вартість акціонерного капіталу є SVA (Shareholders' Value Added, Модель доданої вартості акціонерного капіталу). SVA є приростом між двома показниками: вартістю акціонерного капіталу після будь-якої операції та вартістю того ж капіталу до проведення цієї операції. Інколи показник розглядається як приріст між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу та балансовою вартістю власного капіталу [24].

Формула показника SVA є наступною:

$$SVA = MV_E - B_E, \quad (1.6)$$

де MV_E – ринкова вартість акціонерного капіталу;

B_E – балансова вартість акціонерного капіталу.

Основні фактори, що формують показник SVA є капіталізована зміна прибутку та теперішня вартість стратегічних інвестицій. В капіталізованій зміні прибутку це:

- виручка від реалізації;
- витрати;

- ставка оподаткування.

У теперішній вартості стратегічних інвестицій факторами виступають:

- зміна інвестованого капіталу;
- середньозважена вартість капіталу (WACC).

Для якісного розрахунку даного показника потрібно пройти чотири етапи.

(Рис. 1.2)

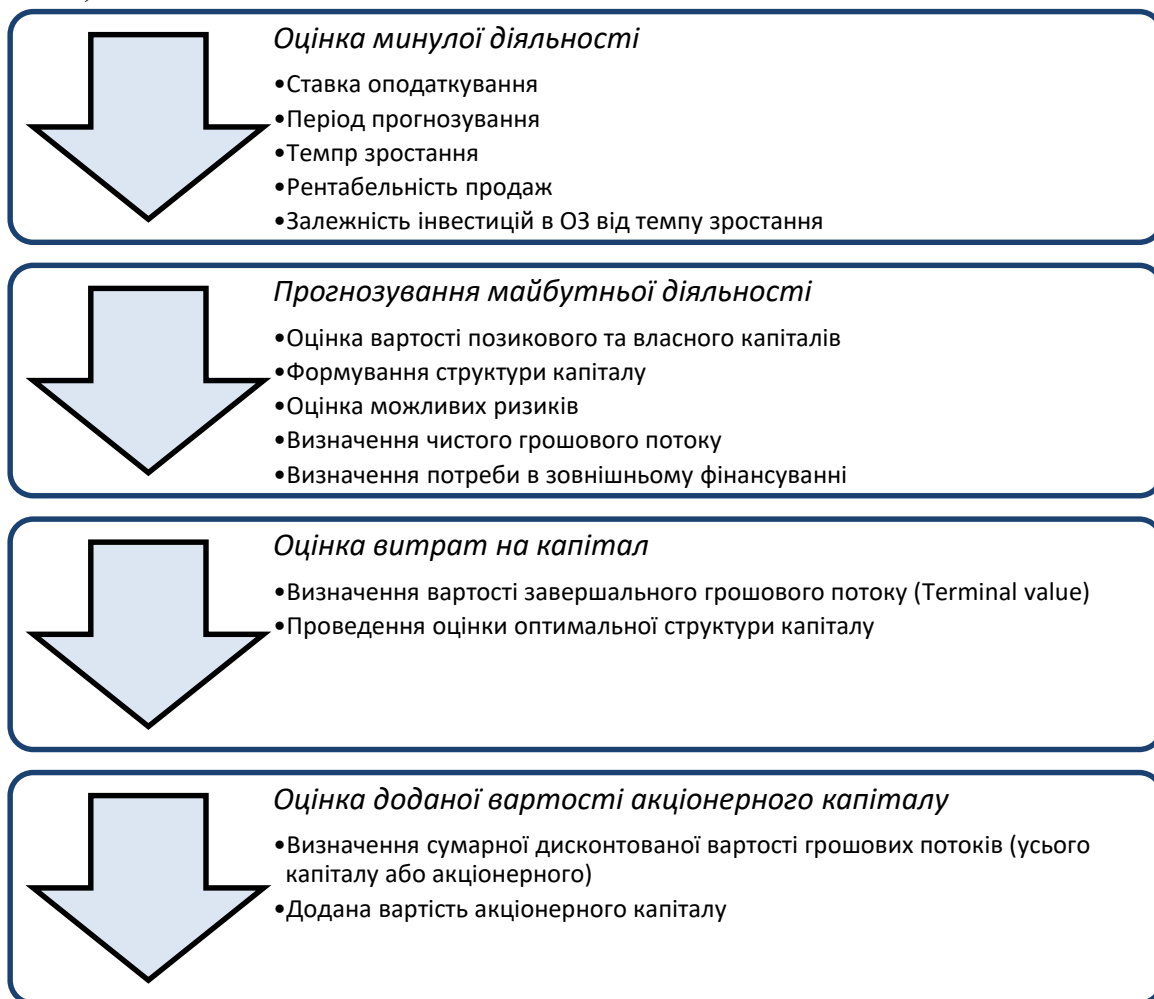


Рисунок 1.2 – Етапи розрахунку акціонерної доданої вартості [4, 25]

Формула, за якою можна розрахувати приріст акціонерного капіталу, що і є доданою акціонерною вартістю за період n , є наступною:

$$SVA_n = SV_n - SV_{n-1} = \frac{NCF_n}{(1 + WACC)^n} + \left[\frac{RV_n}{(1 + WACC)^n} - \frac{RV_{n-1}}{(1 + WACC)^{n-1}} \right], \quad (1.7)$$

де NCF – чистий грошовий потік (net cash flow);

RV – залишкова вартість.

Застосування SVA є доцільним при оцінці вартості компанії та ефективності інвестиційних проєктів [4]. Також підходить для оцінки очікуваного ефекту від нових стратегій та визначення рівня винагороди менеджерів компанії, що повинна бути запроваджена саме на основі вартісних показників.

При впровадженні VBM також важливим є розрахунок такого показника як CVA (cash value added, грошова додана вартість). Модель була створена в 1996 році Е. Отоссоном та Ф. Вейссенрідером, фінансовими консультантами зі Швеції. Його суть полягає в різниці між чистим грошовим потоком підприємства та витратами, що є рівними вартості іноземного капіталу.

Формула, за якою визначається грошова додана вартість, за шведськими фінансовими консультантами існує в такому вигляді:

$$CVA = OCF - OCFD, \quad (1.8)$$

де OCF – фактичний операційний грошовий потік;

$OCFD$ – потрібний операційний грошовий потік (для відшкодування стратегічних інвестицій).

Розрахунок фактичного операційного грошового потоку відбувається за наступною формулою:

$$OCF = NS - O_p E_x - \Delta WC - MI, \quad (1.9)$$

де NS – чиста виручка від реалізації;

$O_p E_x$ – операційні витрати;

ΔWC – зміна (приріст) оборотних активів;

MI – підтримуючі інвестиції.

Формула ж потрібного грошового потоку виглядає таким чином:

$$OCFD = \frac{SI \times WACC \times (1 + WACC)^n}{(1 + WACC)^n - 1}, \quad (1.10)$$

де SI – стратегічні інвестиції.

Якщо CVA є більшим за нуль, то це означає, що компанії достатньо грошей для ведення якісної поточної діяльності. Вартість такої компанії збільшується. Якщо кількість потрібних коштів для відшкодування стратегічних інвестицій буде перебільшувати фактично наявні у компанії, то її вартість буде зменшуватись і це буде слугувати поганим сигналом для акціонерів.

Ще одним методом оцінки фінансового стану та вартості підприємства є показник MVA (market value added, ринкова додана вартість). Він розраховується як різниця між ринковою вартістю компанії (з урахуванням власного капіталу і боргу) та величиною інвестованого капіталу в компанії [1]. Також зазначимо, що на практиці показники MVA та EVA корелюють між собою чи не найбільше, так як ринкова додана вартість являє собою очікувану в майбутньому економічну додану вартість бізнесу. MVA – це чиста приведенна вартість (NPV) значень показника EVA .

Показник MVA визначається за такою формулою:

$$MVA = V \times IC, \quad (1.11)$$

де V – ринкова вартість підприємства (з урахуванням боргу та власного капіталу);

IC – загальна сума інвестованого капіталу в компанію.

Черговою моделю для оцінки вартості компанії виступає показник рентабельності грошових потоків від інвестицій ($CFROI$, Cash Flow Return on Investment). Цей показник є фактично модифікацією відомого показника – внутрішньої норми дохідності (Internal Rate of Return, IRR). IRR показує наскільки інвестиційний проект є доцільним до впровадження. Він виступає

ставкою дисконтування, за якою чиста приведена вартість (NPV) очікуваних грошових потоків дорівнює нулю. Якщо IRR перевищує ставку витрат на капітал, то проект є інвестиційно привабливим, так як навіть при певному збільшенні ризиків він може бути прибутковим. Якщо IRR є нижчим за ставку витрат на капітал (наприклад, WACC), то проект є недоцільним для впровадження та прогнозується бути збитковим. Рентабельність інвестицій за грошовими потоками (CFROI) є результатом діяльності щодо створення нової цінності для акціонерів. Тобто, якщо CFROI перевищує в звітному періоді ставку середньозважених витрат на капітал (WACC), то компанія є фінансово ефективною, вона створює нову вартість для своїх акціонерів.

Загалом CFROI може бути зображений наступним чином:

$$CFROI = \frac{CIF}{COF}, \quad (1.12)$$

CIF – скориговані на інфляцію грошові потоки;

COF – скориговані на інфляцію грошові інвестиції.

Порядок розрахунку показника CFROI наведено в табл. 1.2.

Розібравши основні вартісні показники, можна визначити переваги та недоліки їх використання компанією.

Таблиця 1.2 – Порядок розрахунку CFROI

Показник	Порядок розрахунку
Прибуток (збиток) від операційної діяльності після оподаткування та до змін у чистих оборотних активах (Gross Cash-Flow)	
Амортизація	-

Розрахунок чистих активів (Net Assets)	
Розрахунок чистих оборотних активів	Оборотні активи (Ф.1, р. 1195) – Пасиви (Ф.1, р. 1695)
Необоротні активи (за вирахуванням гудвілу)	+
Сума зносу основних засобів	+
Чисті активи (NA)	=
Рентабельність інвестицій за грошові потоки (CFROI)	$CFROI = (Gross\ Cash\ Flow - D)/NA * 100$

Джерело: розроблено автором на основі власних розрахунків

Переваги та недоліки вартісних показників представлені у табл. 1.3.

Таблиця 1.3 – Переваги та недоліки вартісних показників

Показник	Переваги	Недоліки
EVA (Економічна додана вартість)	- Універсальність для компаній, що вийшли з акціями на ринок та приватними підприємствами - На основі показника можна створити систему мотивації (винагород менеджерів) - Узагальнює результати операційного, фінансового та інвестиційного видів діяльності	- Можливе спотворення результатів через використання різних методик та принципів фінансового обліку - Величезний вплив початкової оцінки інвестованого капіталу
MVA (Ринкова додана вартість)	- Легкість у розрахунку - Привабливість високого значення показника для акціонерів - Високий показник буде свідчити про дуже низький рівень банкрутства	- Розбіжність між поточною ринковою та балансовою вартістю активів - Розрахунок можливий лише з підприємствами, з якими яких відбувається торгівля на фондовій біржі - Ризик в прийнятті менеджерами рішень на короткострову перспективу
CVA (Грошова додана вартість)	- Результати моделі не залежать від бухгалтерських стандартів та облікової політики компанії, а лише від грошових потоків - Використання поточних цін (враховується чинник інфляції)	- Орієнтація тільки на інвестиційні процеси в компанії

Продовження таблиці 1.3

Показник	Переваги	Недоліки
SVA (Акціонерна додана вартість)	- Використання показника прокує орієнтацію на прийняття рішень в довгостроковій перспективі	- Трудомісткість розрахунків грошових потоків - Потреба у величезній кількості даних для правильного розрахунку показника

	Не залежить від облікової політики та може використовуватись в різних сферах діяльності	
CFROI (Рентабельність інвестицій за грошовими потоками)	Використання поточних цін (враховується чинник інфляції)	- Не показує створену вартість компанії, є відносним показником Складність розрахунку показника

Джерело: розроблено автором на основі власних розрахунків

Для впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту важливо визначити, яким чином досягати стратегічних цілей. Для цього варто зосередити свою увагу на системі збалансованих показників (Balanced Scorecard, BSC). Вона базується на використанні ключових показників результативності в рамках чотирьох проєкцій, що є взаємозалежними: фінанси, клієнти, бізнес-процеси, навчання та розвиток персоналу. Побудова стратегічної карти також може бути ключем до створення причинно-наслідкових зв'язків цілей компанії та сприяння реалізації загальної стратегії.

Отже, впровадження на підприємстві вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту потребує постійного аналізу фінансового стану компанії та розрахунків вартісних показників, що будуть свідчити про рівень ефективності управління на всіх ланках та збільшення доданої вартості для акціонерів. Доцільним є комплексний розрахунок показників EVA, CVA, MVA, CFROI, SVA, що може показати, як компанія генерує вартість для акціонерів та як використовує наявний капітал.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ОРГАНІЗАЦІЇ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ В КОМПАНІЇ

2.1 Загальна фінансово-економічна характеристика компанії та система вартісно-орієнтованого управління

Для дослідження системи вартісно-орієнтованого управління було обрано американську компанію Netflix. Це компанія, що надає світові розважальні послуги у більш ніж 190 країнах з 231 мільйоном користувачів. Надання можливості переглядати улюблені серіали, фільми, шоу різних жанрів та на різних мовах. Створення комфортного перегляду улюбленого контенту – одне із головних завдань компанії.

Місія Netflix: «Ми хочемо відкрити світу якісний та цікавий контент. Ми прагнемо надати усьому світу доступ до найкращих серіалів, документальних, художніх фільмів та іншого захоплюючого матеріалу».

Метою компанії є задоволення потреб та очікувань споживачів контенту за допомогою надання їм зручної, доступної та високоякісної платформи для перегляду контенту в будь-який час та в будь-якому місці. А баченням – прагнення стати світовим лідером стрімінгового контенту та втримувати ці позиції.

Послуги, що надаються компанією – є одними із кращих в світі. Кожна людина отримує унікальну підбірку в залежності від її переглядів та смаку. Netflix широко відома компанія, вона професійно просуває свій продукт різними мережами комунікації, що дозволяє трохи "підігріти" публіку та збільшити кількість покупок проєктів та їх перегляду. Компанія також створює безліч власного контенту найвищої якості, що можуть підійти абсолютно різним людям з різних куточків світу. Окрім відеоконтенту компанія також розширила свої

послуги до включення ігор, які можна завантажити та грати при активній підписці на платформі. Для цього вже було куплено та створено такі ігрові студії як:

- Night School Studio;
- Boss Fight Entertainment;
- Next Games;
- Spry Fox;
- Moonloot Games (внутрішня ігрова студія Netflix, Гельсінкі);
- Studio Blue (внутрішня ігрова студія Netflix, Південна Каліфорнія).

Основний прибуток компанії – отримані кошти за купівлю підписок на платформі Netflix. Саме тому компанія намагається розповсюдитись по всьому світі, а цінова політика і прийняті рішення слугують збільшенню притоку нових користувачів. Одним із нещодавніх рішень, яке викликало безліч негативних коментарів від клієнтів було – заборона безкоштовно ділитись паролем із іншими користувачами, а введення платного обміну (приблизно \$8 на місяць) у більш ніж 100 країнах. Це рішення не тільки вивело хештег «CancelNetflix» (відміна Netflix) у тренди X (раніше відомий як Twitter), а ще й дозволило збільшити кількість нових користувачів на 5,9 мільйонів впродовж наступного кварталу.

Для дослідження компанії щодо її вартісної складової варто проаналізувати середовище, в якому вона проводить свою діяльність. Ринок розважального відеоконтенту є дуже конкурентним та швидко реагує на зміни в світі. Основними конкурентами компанії Netflix є такі гіганти як:

- Amazon Prime Video;
- Disney+;
- HBO Max;
- Apple TV+;
- YouTube TV;
- Paramount+.

Також однією з основних перешкод залучення все більше нових користувачів є розповсюдження піратського контенту по всьому світі.

Важливим кроком для аналізу та побудови вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту в компанії є розуміння, наскільки вона є привабливою для акціонерів. Варто визначити вартість компанії та чи є її акції (якщо вони є та торгуються на біржі) недооціненні або переоціненні. Для цього найкращим рішенням буде подивитися на діяльність компанії на сьогоднішній час та в майбутньому із зовнішнього боку, із боку інвесторів та акціонерів. Тому проаналізуємо вартість компанії Netflix та її акції за допомогою побудови DCF-моделі.

Для створення DCF-моделі використаємо фінансові дані Netflix із його фінансової звітності за 2018-2022 роки.

Наступним кроком є підготовка отриманих даних для подальшого їх прогнозу на 2023-2027 роки. Зберемо потрібні нам дані з Звіту про фінансові результати (Income Statement) (табл. 2.1) та Звіту про рух грошових коштів (Cash-Flow Statement) (табл. 2.2), що будуть потрібні нам для визначення Unlevered Free Cash-Flow. Прогнозний період був обраний саме 5 років, так як конкурентне середовище ринку розважальних послуг відеоконтенту та ігор не дозволяє робити серйозні припущення на велику кількість років через низку факторів:

- Велика кількість конкурентів;
- Ризик неприйняття ігрового чи відео контенту компанії в майбутньому;
- Велика залежність від можливості купівлі ліцензії на фільми від третіх сторін;
- Економічні кризи у світі;
- Величезні витрати на створення оригінального продукту, що робить компанію дуже залежною від його успішності;
- Зміни в цінновій політиці;

- Зміни в законодавстві країн та інші.

Таблиця 2.1 – Історичні дані щодо зміни виручки, ЕВІТ та податків у Netflix за 2018-2022 роки

Income Statement, млн \$	2018	2019	2020	2021	2022
Виручка	15 794	20 156	24 996	29 698	31 616
% зростання		27,6%	24,0%	18,8%	6,5%
ЕВІТ	1 605	2 604	4 585	6 195	5 633
% від продажів	10,2%	12,9%	18,3%	20,9%	17,8%
Податки	15	195	438	724	772
% від ЕВІТ	0,9%	7,5%	9,6%	11,7%	13,7%

Джерело: розроблено автором на основі власних розрахунків

Таблиця 2.2 – Історичні дані щодо зміни зносу та амортизації, капітальних витрат та зміни в чистому робочому капіталі у Netflix за 2018-2022 роки

Cash-Flow Statement, млн \$	2018	2019	2020	2021	2022
Знос та амортизація	7 657	9 320	10 923	12 439	14 363

Продовження таблиці 2.2

Cash-Flow Statement, млн \$	2018	2019	2020	2021	2022

% від продажів	48,5%	46,2%	43,7%	41,9%	45,4%
% від CapEx	57,9%	65,8%	89,0%	68,2%	83,3%
CapEx (капітальні витрати)	13 217	14 170	12 277	18 227	17 247
% від продажів	83,7%	70,3%	49,1%	61,4%	54,6%
Зміни в чистому робочому капіталі	294	43	(32)	(242)	(758)
% від продажів	1,9%	0,2%	-0,1%	-0,8%	-2,4%
% від зміни продажів		1,0%	-0,7%	-5,1%	-39,5%

Джерело: розроблено автором на основі власних розрахунків

Отже, розглядаючи таблиці з даними, можна дійти висновку, що Netflix продовжує генерувати величезні доходи з продажів. Незважаючи на падіння відсотку зростання, компанія залучає все більше користувачів по всьому світу, що разом зі змінами цін на підписки дає притік досить великої кількості грошей. Також потрібно розуміти, що цілком нормальним є те, що темп зростання

виручки зменшився за останні роки (особливо в 2022 році). Це пов'язано з деякими факторами, що доцільно зазначити:

1) Компанія розповсюджується по всьому світу – особливо на ринку Америки та Європи, де вже важко знайти людину, яка хоча б не чула про цю компанію. Безліч людей має підписку на платформу, тож особливого різкого зростання, яке було раніше, на цих ринках очікувати важко. В регіоні Азії та Африки продовжується збільшення підписок на платформу, але, на жаль, далеко не усі люди із різних країн мають можливість платити запропоновані суми за цей контент.

2) В багатьох країнах є дуже розповсюджений піратський контент, що не дозволяє компанії заохочувати нових користувачів неймовірними темпами, а закони не сильно регулюють дане питання.

3) Значне поширення контенту від Netflix відбулось впродовж пандемії коронавірусу, коли люди проводили ледь не весь вільний час вдома та переглядали улюблені шоу. Після відміни карантину по всьому світі, часу, щоб проводити своє дозвілля переглядаючи контент на платформі, стало куди менше.

Наступним кроком має стати прогноз виділених вище показників для дисконтування майбутніх грошових потоків. У табл. 2.3 зазначені прогнози.

Таблиця 2.3 – Прогнозні дані обсягів виручки, ЕВІТ та податків у Netflix за 2023-2027 роки

Income Statement, млн \$	2023	2024	2025	2026	2027
Виручка	34 145	36 877	39 827	43 013	46 454

Продовження таблиці 2.3

Income Statement, млн \$	2023	2024	2025	2026	2027
--------------------------	------	------	------	------	------

% зростання	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
ЕВІТ	6 490	7 686	9 033	10 545	12 543
% від продажів	19,0%	20,8%	22,7%	24,5%	27,0%
Податки	1 070	1 336	1 715	2 049	2 345
% від ЕВІТ	16,5%	17,4%	19,0%	19,4%	18,7%

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Звернувши увагу на табл. 2.3, можна побачити, що темпи зростання виручки був обраний на рівні 8% впродовж останніх років. Таке моє припущення можна пояснити наступним чином:

1) Як я вже пояснював раніше, відсоток зростання виручки в найближчі роки почав знижуватись, що є цілком зрозумілим та пояснюється тим, що компанія вже розповсюдила свої послуги у більшій частині світу, зайняла американський, європейський ринок та продовжує розширюватись в Азії та Африці. Також зменшення відсотку зростання виручки спричиняє значна конкуренція, а ще й зменшення "буму" на компанію після оголошення про коронавірус та карантину, коли багато людей проводили майже весь час вдома та дивились контент.

2) 8% зростання виручки на найближчі роки, як на мене є адекватним прогнозом, так як компанія заборонила безкоштовно ділитися паролем, що, як не дивно, спричинило не тільки негативну реакцію від глядачів, а також і збільшення кількості підписок.

3) Компанія продовжує випускати різносторонній контент та значну кількість коштів вливає у його розробку, тож виручка продовжить збільшуватися, хоч і не надзвичайними темпами.

4) Після того, як коронавірус був практично подоланий, а страйки акторів почали зменшуватись, то якісного контенту на платформі повинно збільшитись.

5) Аналітики із Wall-street надають інформацію щодо виручки на найближчі роки, що є схожа на наші припущення, тож можна взяти такий прогноз.

Найбільш доцільним рішенням визначення ЕВІТ в 2023 році було знаходження середньої величини за 2020-2022 роки, що якнайкраще би описали зв'язок ЕВІТ з виручкою. Також з табл. 2.1 видно, що ЕВІТ в відсотках від виручки продовжував зростати впродовж 2018-2021 роках, дещо впавши лише в 2022 році. Тож припущення є наступним: ЕВІТ має зростаючу тенденцію до 2027 року до 27%. Netflix платить дуже малий відсоток податків по відношенню до виручки. Аналітики із дослідницької компанії FactSet, що займається фінансовим аналізом та прогнозуванням даних компаній, вважає, що відсоток податків по відношенню до виручки сягне до приблизно 18,7%. За даними дослідження компанії FactSet спрогнозуємо показники зносу та амортизації і капітальних витрат. Відображений прогноз показаний у табл. 2.4.

Таблиця 2.4 – Прогнозні дані обсягів зносу та амортизації і капітальних витрат у Netflix за 2023-2027 роки

Cash-Flow Statement, млн \$	2023	2024	2025	2026	2027
Знос та амортизація	15 610	16 979	18 890	20 841	21 482

Продовження таблиці 2.4

Cash-Flow Statement, млн \$	2023	2024	2025	2026	2027

% від продажів	45,7%	46,0%	47,4%	48,5%	46,2%
% від CapEx	79,4%	81,6%	84,0%	88,9%	88,5%
CapEx (капітальні витрати)	19 670	20 812	22 479	23 439	24 282
% від продажів	57,6%	56,4%	56,4%	54,5%	52,3%

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Подальшими кроками є встановлення припущень, на яких буде базуватися DCF-модель. Для цього варто дослідити 3 можливі сценарії (базовий, песимістичний, оптимістичний) та вияснити потенційну відмінність спрогнозованих вище показників за ними (табл. 2.5).

Таблиця 2.5 – Відмінності сценаріїв прогнозного періоду 2023-2027 років

Виручка	ЕВІТ	Податки	WACC	Темп зростання
Базовий сценарій				
8%	27%	18,7%	5,6%	3%
Песимістичний сценарій				
80% від базового	90% від базового	24% від базового	6,6%	2,5%

Продовження таблиці 2.5

Виручка	ЕВІТ	Податки	WACC	Темп зростання
---------	------	---------	------	----------------

Оптимістичний сценарій				
120% від базового	110% від базового	16% від базового	4,6%	3,5%

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Сценарії можна змінювати під час роботи з моделлю для того, щоб мати розуміння ситуації з компанією навіть при певних позитивних чи негативних факторах на ринку. При виборі певного сценарію, в залежності від очікувань, генеруються грошові потоки. Надалі розраховується EBIAT (Earnings before interest after taxes) за 2023-2027 роки за формулою:

$$EBIAT = EBIT - \text{Податки} \quad (2.1)$$

Маючи показники EBIAT та прогнози показників звіту про рух грошових коштів на 2023-2027 роки, знаходимо Unlevered Free Cash-Flow та Present Value of Free Cash-Flow (Теперішня вартість вільного грошового потоку) (табл. 2.6).

Таблиця 2.6 – Розарухнок Unlevered Free Cash-Flow та Present Value of Free Cash-Flow компанії Netflix за 2023-2027 роки

млн \$	2023	2024	2025	2026	2027
EBIAT	5 420	6 350	7 318	8 496	10 198
(+) Знос та амортизація	15 610	16 979	18 890	20 450	21 369
(-) Капітальні витрати	19 670	20 812	22 479	24 058	24 156
(-) Зміни в чистому робочому капіталі	(278)	(300)	(325)	(351)	(379)

Продовження таблиці 2.6

млн \$	2023	2024	2025	2026	2027
Unlevered Free Cash-Flow	1 638	2 818	4 053	5 239	7 789
Теперішній UFCF	1 551	2 526	3 440	4 210	5 925

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Так як кошти змінюють вартість з часом, варто дисконтувати їх, щоб отримати їх теперішню вартість. Для цього потрібно знайти ставку дисконтування, в данному випадку WACC.

Для розрахунку WACC компанії Netflix потрібно знайти наступні компоненти: cost of debt; cost of equity.

Для розрахунку cost of debt (ставки на залучення боргового капіталу) потрібно знайти процентні витрати (interest expense), загальний борг, податки на прибуток. Отже, в табл. 2.7 показано розрахунок cost of debt after tax.

Таблиця 2.7 – Розрахунок cost of debt after tax компанії Netflix

№	млн \$	Результат	Спосіб розрахунку
1	Процентні витрати (interest expense)	706,202	Фінансова звітність
2	Загальний борг	14 353,08	Фінансова звітність
3	Cost of debt	4,92%	$= 1/2 * 100\%$

Продовження таблиці 2.7

№	млн \$	Результат	Спосіб розрахунку
4	Податок на прибуток	772,005	Фінансова звітність
5	Прибуток перед оподаткуванням	5 263,93	Фінансова звітність
6	Ставка відсотку	14,67%	$= 4/5 * 100\%$
7	Cost of debt after tax	4,20%	$= 3 * (1 - 6)$

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

За формулою розрахунку WACC наступним етапом є розрахунок cost of equity. Для цього треба знайти risk-free rate (безризикова ставка), market risk premium (премія за ризик вкладення в конкретний ринок) та показник beta.

Як відомо, risk-free rate (безризикова ставка дохідності) показує дохідність фінансових інструментів, за якими ризик невиконання зобов'язань дорівнює нулю. Визначимо risk-free rate, дізнавшись ставку за 10-річними довгостроковими казначейськими облігаціями США (Treasure Notes). Це можна зробити на різних сайтах, таких як Bloomberg, Yahoo! Finance та інших. Вона становить 4,55%.

Market risk premium в 2022 році в США склав приблизно 5,5%. Аналітики із різних компаній дають приблизно такий відсоток після власних розрахунків [26].

Показник beta дорівнює 1,24, згідно з даними, що були взяті із сайту Yahoo! Finance [27].

Отже, використовуючи формулу розрахунку ставки витрат на залучення власного капіталу (2.2), маємо:

$$\text{cost of equity} = \text{risk free rate} + \beta \times (\text{market rate of return} - \text{risk free rate}) \quad (2.2)$$

$$\text{cost of equity} = 4,55\% + 1,24 \times (5,5\% - 4,55\%) = 5,73\%$$

Нам відомі показники cost of debt та cost of equity компанії Netflix, тож наступним кроком є розрахунок показника WACC за формулою (1.4):

$$WACC = 4,20\% \times \frac{14\,353,076}{205\,466,076} + 5,73\% \times \frac{191\,113}{205\,466,076} = 5,62\%$$

Так як при використанні DCF-моделі у нашому випадку є припущення, що підприємство існує в нескінченності, то треба розрахувати термінальну вартість за формулою (1.3):

$$\text{Terminal Value} = \frac{5\,925 \times (1 + 3\%)}{5,62\% - 3\%} = \$232\,734 \text{ млн}$$

Продисконтувавши термінальну вартість для того, щоб дізнатися її поточну, ми отримаємо:

$$\text{PV of Terminal Value} = \frac{232\,734}{(1 + 5,62\%)^5} = \$177\,044 \text{ млн}$$

Просумувавши теперішню вартість майбутніх грошових потоків отримаємо \$194 696 млн. На останок залишається знайти прогнозовану ціну акцій (табл. 2.8) та зробити висновки, що будуть корисні, як інвесторам, так і керівникам компанії Netflix.

Таблиця 2.8 – Розрахунок прогнозованої ціни акції компанії Netflix

№	Показник	Вартість	Формула
1	Загальна вартість компанії, млн \$	194 696	-
2	Гроші, млн \$	5 147	-
3	Борги, млн \$	14 353	-
4	Вартість власного капіталу, млн \$	185 490	1+2-3
5	Кількість випущених акцій, млн шт	438	-
6	Прогнозована ціна акції, \$	423,80	4/5

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Ціна акцій на 01.11.2023 становить \$420,19, що є менше, ніж визначена прогнозна справедлива ціна акції – \$423,80.

Отже, можна зробити висновок, що акції компанії Netflix є дещо недооцінені. Саме тому рекомендацією є купівля акцій компанії, очікується, що вони будуть рости в ціні в майбутньому. Сама ж компанія має гарний потенціал до впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту та зростання додаткової вартості для акціонерів.

Надзвичайно важливим елементом створення вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту є фінансові вартісні показники, такі як додана економічна вартість – EVA, додана грошова вартість – CVA, додана акціонерна вартість – SVA та ринкова додана вартість – MVA.

Розрахуємо показник MVA для Netflix, який вимірює різницю між ринковою вартістю компанії (ринковою капіталізацією) і капіталом, який був вкладений в цю компанію. Для Netflix розрахунок MVA може мати кілька важливих застосувань:

- Вимірювання створеної вартості: MVA дозволяє оцінити, наскільки успішно компанія використовує свій капітал для створення вартості

для акціонерів. Позитивне значення MVA свідчить про те, що ринкова вартість компанії перевищує вкладений капітал, що є ознакою ефективного управління.

- Аналіз фінансової продуктивності: показник може допомогти аналітикам та інвесторам оцінити, наскільки якісно компанією використовуються власні ресурси та чи є доцільним інвестування в їх акції.

- Збільшення конкурентоспроможності та моніторинг значень: Важливим є постійне порівняння показників для розуміння конкурентної позиції на ринку.

У табл. 2.9 продемонстровано порядок розрахунку показника MVA компанії Netflix.

Таблиця 2.9 – Порядок розрахунку показника MVA компанії Netflix за 2020-2022 роки

тис дол	2020	2021	2022
Ринкова вартість Netflix	234 540 000	270 440 000	123 220 000
Мінус: Інвестований капітал	29 762 011	34 785 312	37 782 560
MVA	204 777 989	235 654 688	85 437 440

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Додатний MVA є гарним сигналом для акціонерів, так як стає зрозуміло, що компанія здатна генерувати доданий капітал для них. Як видно з табл. 2.9 в 2021-2022 роках Netflix дещо понизив свої позиції, що може бути спричинено відразу декількома факторами: збільшення конкуренції на ринку розважального відеоконтенту, нестабільність у випуску контенту, ринкова нестабільність загалом, збільшення витрат на виготовлення власного контенту, а ми знаємо, що найбільше прибутку Netflix отримує саме від власного виробництва.

Найпоширенішою метрикою у вартісно-орієнтованому фінансовому менеджменті є показник EVA. Як зазначалось раніше, важко переоцінити корисність його розрахунку, так як його головною ідеєю є думка, що капітал підприємства повинен працювати з такою ефективністю, що допоможе

забезпечити норму прибутковості на вкладений капітал, який необхідний інвесторам та акціонерам.

Для розрахунку показника EVA варто визначити NOPAT, WACC та Інвестований капітал. Розрахунок інвестованого капіталу (invested capital) представлено у табл. 2.10.

Таблиця 2.10 – Розрахунок Invested capital компанії Netflix в динаміці за 2020-2022 роки

1	тис. дол	2020	2021	2022
2	Короткострокові борги	499 878	699 823	-
3	(+) Довгострокові борги	15 809 095	14 693 072	14 353 076
4	(+) Зобов'язання за операційну аренду	2 201 853	2 723 675	2 578 488
5	Усього боргу	18 510 826	18 116 570	16 931 564
6	Акціонерний капітал	11 065 240	15 849 248	20 777 401
7	Відстрочені податкові активи	589 091	148 095	261 541
8	Доходи майбутніх періодів	1 117 992	1 209 342	1 264 661
9	Капітальні еквіваленти (8-7)	528 901	1 061 247	1 003 120
10	Накопичений інший сукупний прибуток	44 398	-40 495	-217 306
11	Скоригований акціонерний капітал (6+9-10)	11 549 743	16 950 990	21 997 827
12	Незавершені капітальні витрати	298 558	282 248	235 555
13	Короткострокові інвестиції	-	-	-911 276
14	Інвестований капітал (5+11-12)	29 762 011	34 785 312	37 782 560

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Інвестований капітал невпино зростає, що свідчить про залучення додаткового капіталу на покращення виробництва контенту та його реалізації, а також на створення якісного ігрового профіля компанії.

NOPAT компанії, визначений за формулою (2.3), за 2020-2022 роках був наступний:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - T) \quad (2.3)$$

$$NOPAT (2020) = 4\,585\,289 \times (1 - 14\%) = \$\,3\,943\,349 \text{ тис.}$$

$$NOPAT (2021) = 6\,194\,509 \times (1 - 12\%) = \$\,5\,451\,168 \text{ тис.}$$

$$NOPAT (2022) = 5\,632\,831 \times (1 - 15\%) = \$\,4\,787\,906 \text{ тис.}$$

NOPAT заснований на операційному прибутку та виключає податкові переваги, що дозволяє порівнювати показники компанії незалежно від способу фінансування бізнесу.

Тепер залишився показник WACC. Доцільно буде самостійно визначити рівень даної ставки дисконтування, використовуючи дані із фінансової звітності Netflix за 2020-2021 роки та аналітичних сайтів [29, 30]. Розрахунки наведені у табл. 2.11.

Таблиця 2.11 – Розрахунок WACC компанії Netflix за 2020 та 2021 роки [28]

	2020	2021
Equity	238 419 753	266 974 298
Debt	16 308 973	15 392 895
Enterprise value	254 728 726	282 367 193
cost of debt	4,71%	4,97%
Equity risk premium	4,72%	4,24%
Risk free rate	1,82%	1,05%
beta unlevered	1,14	1,14
cost of equity	7,20%	5,88%

Продовження таблиці 2.11

	2020	2021
Tax rate	14%	12%
WACC	7,00%	5,80%

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

WACC за 2022 рік був розрахований вже раніше та складає 5,62%.

Маючи усі потрібні дані, проведемо рорахунки показника економічної доданої вартості за формулою (1.5) за 2020-2022 роки:

$$EVA(2020) = 3\,943\,349 - 7,00\% * 29\,762\,011 = \$ 1\,860\,339 \text{ тис.}$$

$$EVA(2021) = 5\,451\,168 - 5,80\% * 34\,785\,312 = \$ 3\,433\,109 \text{ тис.}$$

$$EVA(2022) = 4\,787\,906 - 5,62\% * 37\,782\,560 = \$ 2\,664\,526 \text{ тис.}$$

На рис. 2.1 можна побачити динаміку зміни EVA за 2020-2022 роки.

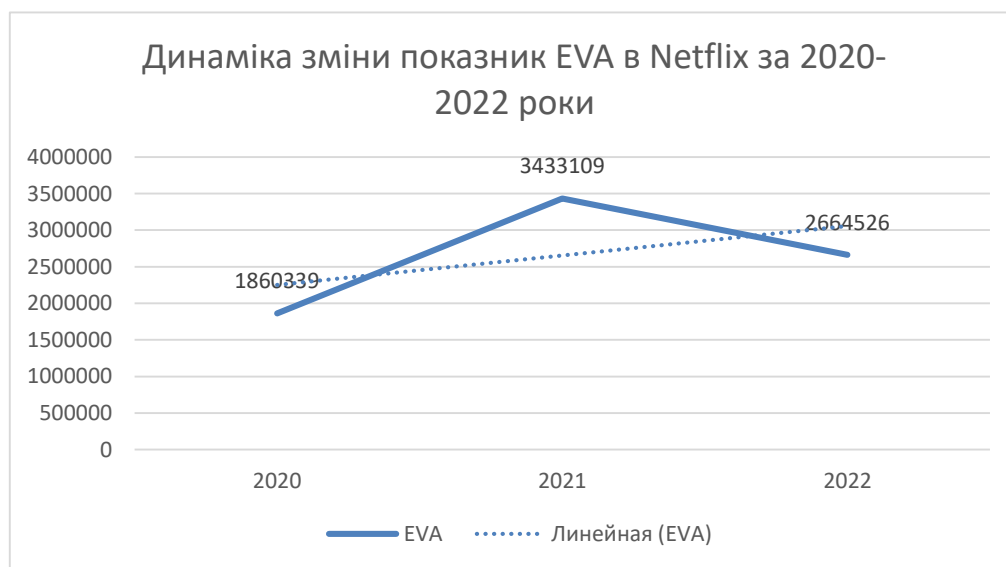


Рисунок 2.1 – Динаміка зміни показника EVA за 2020-2022 роки

Зважаючи на отримані показники, можна впевнено стверджувати, що Netflix здатна генерувати прибутки, що перевищують витрати на капітал, який використовується для операційної діяльності. Акціонер є ключовою персоною,

так як його задоволеність виражається у покращенні інвестиційної привабливості бізнесу та його розвитку в довгостроковій перспективі на усіх ланках.

Отже, система вартісно-орієнтованого менеджменту у Netflix існує на досить великому рівні, що дозволяє компанії залишатися не тільки прибутковою в конкурентному середовищі, а ще й розвиватися, виходити на новий ринок (ігрового контенту), збільшувати власне виробництво та створювати правибливе середовище для акціонерів, інвесторів та інших зацікавлених сторін. Вартісно-орієнтовані показники є на високому рівні.

2.2 Фінансові та нефінансові драйвери вартості бізнесу

Основним завданням керівництва компаній, що торгують цінними паперами на біржі, є зростання вартості бізнесу, так як це сприяє збільшенню фінансуванню, що у результаті призводить до ефективного розвитку усіх підрозділів та бізнесу загалом. Саме тому визначення драйверів вартості, які й формують збільшення цієї ж вартості для акціонерів є надзвичайно важливим викликом.

Для Netflix можна описати фінансові та нефінансові драйвери вартості, які прямо чи опосередковано впливають на загальний добробут та підвищення привабливості в очах акціонерів та інших стейкхолдерів.

Почнемо з фінансових ключових факторів вартості бізнесу для компанії Netflix.

1) Return On Capital Employed (ROCE) (Рентабельність інвестованого капіталу).

Цей показник вимірює суму прибутку до оподаткування, яку компанія може отримати від капіталу, що вона використовує в своєму бізнесі. Чим вище

показник, тим краще для компанії. Більш високий показник ROCE показує, що вищий відсоток вартості компанії може бути повернуто акціонерам як прибуток.

Формула ROCE:

$$ROCE = EBIT / (\text{Загальна сума активів} - \text{Поточні зобов'язання}) \quad (2.4)$$

Розрахунок ROCE для Netflix за 2022 рік дасть наступний результат:

$$ROCE = 5\,633 \text{ млн дол} / (48\,595 \text{ млн дол} - 27\,817 \text{ млн дол}) = 0,27 = 27\%$$

Отже, Netflix приносить 27 центів прибутку на кожний долар інвестованого капіталу.

2) Net working capital (Чистий оборотний капітал, NWC).

Цей фінансовий драйвер вартості виступає мірою ліквідності компанії та її здатності виконувати короткострокові зобов'язання, а також фінансувати операції бізнесу.

Формула NWC:

$$NWC = \text{Дебіторська заборгованість} + \text{Запаси} - \text{Кредиторська заборгованість} \quad (2.5)$$

Розрахунок NWC для Netflix за 2022 рік є наступним:

$$NWC = 989 \text{ млн дол} + 0 \text{ млн дол} - 672 \text{ млн дол} = 317 \text{ млн дол}$$

Зазвичай вважається, що ідеально мати позитивний чистий оборотний капітал, оскільки це означає, що фінансові зобов'язання компанії виконано і вона може інвестувати в інші операційні потреби. Проте існують випадки, коли ведення операційної діяльності за рахунок позикових коштів не є поганим, а навпаки сприймається позитивно. Бо якщо кредиторська заборгованість буде

переважати дебіторську, то це буде свідчити про те, що велика частина бізнесу фінансується ззовні. Негативний чистий робочий капітал може бути прийнятним для компанії, що працюють на передплатах, наприклад за рахунок підписок, як Netflix, проте для компанії такого масштабу це може бути ризиковано.

3) Capital expenditures (Капітальні витрати, CapEx).

Кошти, які використовуються компанією для придбання, модернізації та підтримки фізичних активів, таких як майно, заводи, будівлі, технології чи обладнання.

CapEx показує скільки компанія інвестує в існуючі та нові основні засоби для розвитку бізнесу. Інакше кажучи, капітальні витрати виступають витратами, які компанія капіталізує чи відображає у своєму балансі як інвестицію, а не у звіті про доходи та витрати.

Формула CapEx є наступною:

$$\text{CapEx} = \text{Основні засоби (теперішній період)} + \text{Основні засоби (минулий період)} - \text{Амортизація} \quad (2.6)$$

CapEx в Netflix існують на рівні 12 277 млн дол, 18 227 млн дол та 17 247 млн дол в 2020-2022 роках відповідно.

4) Operating margin (Операційна маржа).

Операційна маржа вимірює, який прибуток компанія отримує на один долар продажів після сплати змінних витрат виробництва, таких як заробітна плата та сировина, але до сплати відсотків або податків.

Вищі коефіцієнти, зазвичай, є кращими, так як вони ілюструють, що компанія проводить ефективну діяльність та вміє перетворювати продажі на прибуток.

Формула операційної маржі представлена далі:

Операційна маржа = Операційний прибуток / Дохід від реалізації (2.7)

Розрахунок операційної маржі Netflix за 2022 рік:

Операційна маржа = 5 633 млн дол / 31 616 млн дол = 17,8%

Отже, Netflix генерує 18 центі операційного прибутку з кожного долару виручки.

Проаналізувавши фінансові драйвери вартості, можна зробити висновок, що фінансовий стан компанії є стабільним, вона генерує достатню кількість прибутків для акціонерів та перспективи розвитку є досить високими.

Тепер переходимо до нефінансових ключових факторів вартості.

1) Кількість підписок та клієнтська база.

Netflix – це стримінговий сервіс фільмів та серіалів, а також і майданчик для ігор, основна ціль якого забезпечити якісним продуктом споживачів. Збільшення кількості підписок на платформу показує керівництву і акціонерам, що компанія є успішною. Чим більша кількість підписок, тим краще та тим більше з'являється грошового потоку, що можна використовувати задля покращення операційної, фінансової та інвестиційної діяльності.

Наразі у компанії більше 230 млн підписок на платформу в усьому світі.

2) Оригінальні фільми та серіали Netflix.

Компанія продовжує рік за роком створювати власні серіали, фільми, на які витрачаються десятки та сотні мільйонів доларів.

Netflix продовжує зростати в плані виробництва власних оригінальних шоу, що змушує утримувати більше 230 млн користувачів по всьому світі та заохочувати нових.

3) Якість власного контенту.

Головна мета - заохочувати глядачів не тільки кількістю нових проєктів, але й якістю. «The Crown», «Squid Game», «Stranger Things», «Arcane», «Lupin» та інші серіали вже захопили серця мільйонів та продовжать це робити й надалі.

Компанія викуповує успішні проєкти, створює власні та таким чином створює собі неймовірну кількість нових користувачів.

4) Бренд Netflix.

Стримінговий сервіс отримав неймовірний притік нових глядачів впродовж пандемії COVID-19, коли люди по всьому світу вимушені були проводити ледь не весь свій час вдома та дивитися фільми та серіали Netflix. Після цього про компанію вже точно знали всі, бренд Netflix знаходиться в топ-40 в світі [29].

Маркетингові кампанії, успішні реалізовані проєкти, легка доступність до величезної мережі улюблених шоу, окупність для акціонерів – це все зробило Netflix відомим та успішним брендом.

Отже, фінансові та нефінансові драйвери вартості бізнесу демонструють, яким чином відбувається збільшення вартості бізнесу для Netflix. ROCE, чистий робочий капітал, операційна маржа, капітальні витрати, оригінальний контент та його якість, користувачі і звісно бренд є одними із основних ключових факторів створення вартості для акціонерів.

2.3 Ризики при впровадженні вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту

Для того, щоб вартість бізнесу продовжувала зростати, недостатньо просто вираховувати вартісні показники, визначати ключові драйвери та аналізувати минулі і майбутні грошові потоки. Це лише один із факторів

досягнення успіху у використанні вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту. Також завжди потрібно розуміти суть діяльності компанії та визначати чому відбуваються коливання ціни акцій компаній, виручки або капітальних витрат.

Але для найбільш ефективного впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту, значну увагу потрібно також приділити ризикам, що можуть затримувати зростання вартості або й загалом зменшувати її.

Визначимо ризики, які також існують та впливають (можливо потенційно) на Netflix.

1) Величезна кількість операційних витрат.

Відомо, що найбільше прибутку Netflix отримує саме з підписок на платформу, де люди переглядають улюблені фільми, серіали та грають в ігри. Netflix налаштований й надалі створювати контент власного виробництва, тож витрати на його виробництво будуть зростати. Але ніколи відразу не відомо наскільки підписникам сподобаються майбутні шоу, чи змусять майбутні прем'єри заохотити нових користувачів та чи втримають існуючих.

2) Прибутковість ігрових студій Netflix.

Ще з 2021 року Netflix вийшов на ринок ігор, купивши з того моменту 4 ігрові студії та запустивши 2 власні. Таким чином компанія дещо диверсифікувала свою діяльність. Проте далеко не всі користувачі задоволені такою ідеєю. Індустрія ігор – дуже ризикований бізнес, де навіть талановиті та досвідчені спеціалісти провалюються [30]. Такі гіганти як Google, Amazon та Facebook вже намагалися вийти на цей ринок, проте терпіли невдачу, тож скептицизм зрозумілий. Все ж таки Netflix безліч людей полюбили не через ігри.

3) Втрата цінової конкурентоспроможності.

Через величезні витрати на виробництво оригінального власного контенту компанії потрібно думати й про способи отримання більших високих прибутків. Основний прибуток – підписки на платформу, тож цінова політика в даному

питанні відіграє надзвичайно важливу роль. Компанією було підвищено ціну на підписку на платформі, що може спричинити невдоволення серед користувачів, адже ціна підписок у конкурентів виглядає куди нижчою та привабливішою. Наприклад, у Amazon Prime ціна підписки на місяць коштує €5,99, у Netflix варіюється від €4,99 до €9,99 на місяць.

4) Надмірна залежність від ринку Північної Америки.

Незважаючи на те, що компанія розповсюдилась по всьому світу, практично 50% виручки складає саме континент Північної Америки. В такому разі компанія стає надто чутливою до ризиків США та Канади, їх економічної стабільності, рівня інфляції, політичних та економічних змін, а також регуляції діяльності саме в цих країнах, що є досить небезпечним фактором.

Хоча Netflix й продовжує знаходити нових користувачів в Європі, Азії та Африці, проте ризики існують, і ці ризики можуть значно зменшити вартість Netflix.

5) Страйки кінорежисерів, акторів, сценаристів та інших людей пов'язаних із створенням відео-контенту.

У 2023 році Голлівуд значно постраждав від страйків письменників, сценаристів та акторів. Вони вимагали наступного:

- Штучний інтелект повинен залишатися інструментом допомоги авторам, а не заміщав їх тексти та забирав робочі місця;
- Гідна оплата праці;
- Збільшення гонорарів після повторних показів фільмів чи програми на телебаченні, стримінгу та виходів на DVD.

Через це відбувся перенос фільмів, серіалів, шоу, безліч студій просто зупинили виробництво та втрачали мільйони доларів. Тож звісно цей момент також може в майбутньому стати перешкодою для підвищення вартості бізнесу.

6) Мотивація персоналу та його винагорода.

При впровадженні вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту потрібно встановити зрозумілу систему мотивації співробітників. Винагороди повинні бути прив'язаними до вартості бізнесу. Але через різні зовнішні фактори, вартість компанії може значно коливатись, що може негативно вплинути на відношення працівників до данної системи винагород. Наприклад, у більшості компаній винагорода керівників включає основну зарплату, бонуси та довгострокові заохочення, такі як отримання певної кількості акцій компанії. Це може якісно впливати на зв'язок діяльності керівників та вартості бізнесу, проте встановити певну нестабільність в отриманні фінансових ресурсів. У Netflix наразі все по-іншому: компанія дає велику основну зарплату і дозволяє працівникам вибирати, скільки грошей вони хочуть отримати в готівці, а скільки – у вигляді акцій компанії. Це рішення належить працівнику і може змінюватися кожен рік. Зміна системи мотивації з обов'язковою прив'язкою до вартості може змінити настрої всередині компанії. Розуміння можливості данної перешкоди та вчасна і якісна реакція на неї може дозволити уникнення невдоволення від працівників.

Отже, процес збільшення вартості Netflix за допомогою вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту є ефективним способом розвитку компанії, проте існуючі ризики та перешкоди також повинні бути досліджені та проаналізовані.

РОЗДІЛ 3

ВПРОВАДЖЕННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

3.1 Елементи створення вартості компанії та визначення потенціалу ефективності вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту

Зростання вартості бізнесу є одним із ключових моментів задля якісного та ефективного управління компанією. Саме вартісно-орієнтований фінансовий менеджмент є тією концепцією, що в змозі цього досягти при належному управлінні.

Для того, щоб проаналізувати вплив факторів вартості на додану вартість, потрібно побудувати ланцюжок створення вартості для Netflix.



Рисунок 3.1 – Ланцюжок створення вартості Netflix

На рис. 3.1 видно, що основними діяльностями, які впливають на створення вартості є вхідна логістика, операційна діяльність, вихідна логістика,

маркетинг та продажі, сервіс. Допоміжними виступають: постачання, технологічний розвиток, людські ресурси та інфраструктура.

Netflix закуповує контент у Warner Brothers, Dream Works та інших студій для подальшого показу на власній платформі. Також компанією використовуються ресурси задля створення власного виробництва відео-контенту.

Операційна діяльність для Netflix є основним фактором створення вартості, так як якісний контент потребує простоти в доступі, чіткого зображення, безпечного підключення, стабільної роботи платформи та навігації по ній.

Вихідною ж логістикою слугує саме отримання контенту безпосередньо на платформі за оплату.

Наступним елементом йдуть маркетинг та продажі. Netflix використовує такі стратегії ціноутворення:

- на основі цінності (value-based pricing) (визначається в залежності від прийнятної вартості для клієнта);
- географічне ціноутворення (geographic pricing) (визначається ціна в залежності від географічних особливостей ринків, регіонів через різні податкові політики, економічні стани, валютні курси).

Маркетинговий бюджет станом на 2022 рік склав 2,53 млрд дол або 8% від загальної виручки, що свідчить про важливість рекламування створеного продукту для користувачів.

У компанії досить сильно налаштований післяпродажний сервіс. Якщо сталась якась проблем, користувач може звернутися до служби підтримки на веб-сайті або поштою. Компанія слідкує за тим, щоб постійно бути на зв'язку зі своїми користувачами.

Отже, логістика, операційна діяльність, маркетингова стратегія та рівень сервісу дозволяють створювати рушійну силу розвитку підприємства, а саме – конкурентоспроможність.

Наступним кроком варто дослідити наскільки ефективним є впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту в компанії Netflix. Це можна визначити за рахунок аналізу показників створення вартості.

1) Залишковий чистий прибуток (RE):

$$RE = \text{Чистий прибуток} - (\text{Власний капітал} * \text{cost of equity}) \quad (3.1)$$

$$RE (2020) = 2\,761 \text{ млн дол} - (11\,065 \text{ млн дол} * 7,20\%) = 1\,964,32 \text{ млн дол}$$

$$RE (2021) = 5\,116 \text{ млн дол} - (15\,849 \text{ млн дол} * 5,88\%) = 4\,184,08 \text{ млн дол}$$

$$RE (2022) = 4\,492 \text{ млн дол} - (20\,777 \text{ млн дол} * 5,73\%) = 3\,301,48 \text{ млн дол}$$

Netflix отримав 3 301,48 млн дол чистого доходу за 2022 рік за вирахуванням власного капіталу, що на 882,6 млн дол менше за 2021 рік.

2) Додана економічна вартість (EVA):

$$EVA (2020) = 1\,860,34 \text{ млн дол}$$

$$EVA (2021) = 3\,433,11 \text{ млн дол}$$

$$EVA (2022) = 2\,664,53 \text{ млн дол}$$

Netflix здатна генерувати прибутки, що перевищують витрати на капітал, який використовується для операційної діяльності, так як показник доданої економічної вартості за 2022 рік є на рівні 2 664,53 млн дол.

3) Додана акціонерна вартість (SVA), що визначається за формулою (3.2):

$$SVA = NOPAT - Capital Employed * WACC \quad (3.2)$$

$$SVA (2020) = 3\,943 \text{ млн дол} - 29\,762 \text{ млн дол} * 7\% = 1\,859,7 \text{ млн дол}$$

$$SVA (2021) = 5\,451 \text{ млн дол} - 34\,785 \text{ млн дол} * 5,8\% = 3\,433,5 \text{ млн дол}$$

$$SVA (2022) = 4\,788 \text{ млн дол} - 37\,783 \text{ млн дол} * 5,62\% = 2\,664,6 \text{ млн дол}$$

Судячи з розрахунків, можна стверджувати, що компанія Netflix створила додаткові 2 664,6 млн дол для своїх акціонерів після покриття усіх витрат.

4) Грошова рентабельність інвестицій (CFROI), яка визначається за формулою (3.3):

$$CFROI = \frac{OCF}{Capital Employed} \quad (3.3)$$

де *OCF* – операційний грошовий потік;

Capital employed – інвестований капітал.

Операційний грошовий потік розраховується за формулою (3.4):

$$OCF = \text{Чистий прибуток} + \text{негрошові витрати} + \text{зміни в робочому капіталі} \quad (3.4)$$

$$CFROI (2020) = 2\,427 \text{ млн дол} / 29\,762 \text{ млн дол} = 0,076 = 7,6\%$$

$$CFROI (2021) = 392 \text{ млн дол} / 34\,785 \text{ млн дол} = 0,013 = 1,3\%$$

$$CFROI (2022) = 2\,026 \text{ млн дол} / 37\,783 \text{ млн дол} = 0,068 = 6,8\%$$

$CFROI > WACC$ ($6,8\% > 5,62\%$), тож цей показник свідчить, що компанія створює нову вартість для акціонерів.

Для кращого розуміння функціонування компанії, відобразимо динаміку основних показників, що створюють вартість у вартісно-орієнтованому фінансовому менеджменті на рис. 3.2.

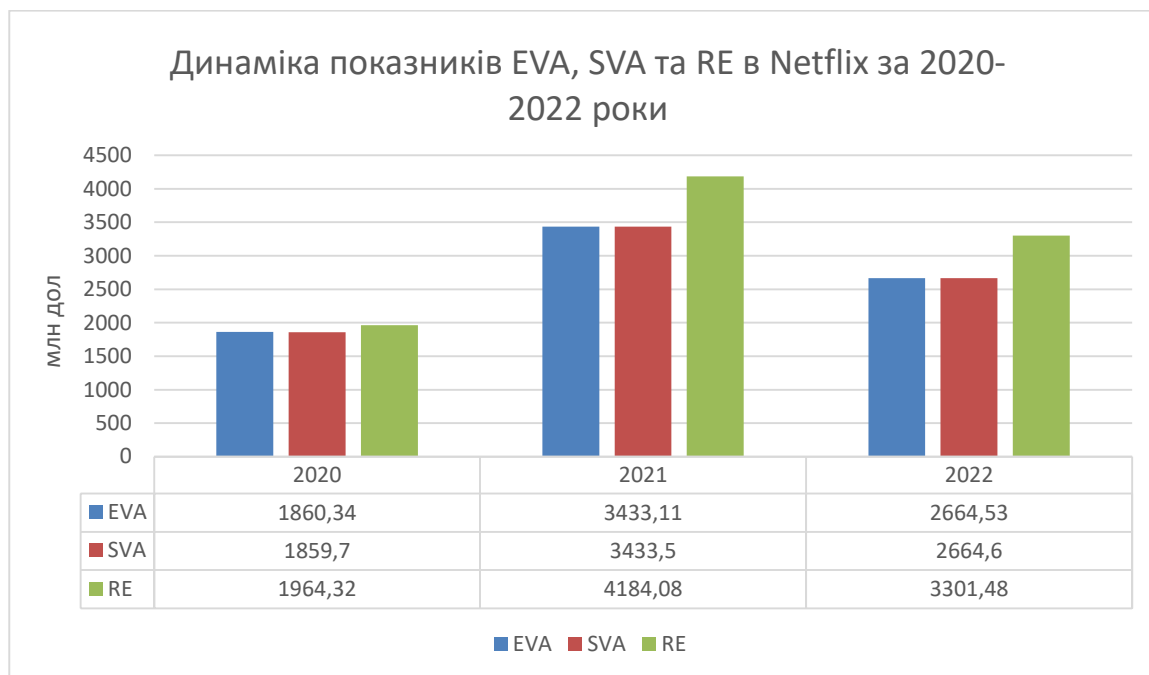


Рисунок 3.2 – Динаміка показників EVA, SVA та RE в Netflix за 2020-2022 роки

- Значення EVA (економічна додана вартість) за останні три роки показало наступний розвиток: з 1 860,34 млн доларів у 2020 році воно зросло до 3 433,11 млн у 2021 році, але зменшилося до 2 664,53 млн у 2022 році.
- SVA (стратегічна додана вартість) також показала збільшення з 1 859,7 млн доларів у 2020 році до 3 433,5 млн у 2021 році, але стабілізувалася на рівні 2 664,6 млн у 2022 році.
- RE (залтшковий чистий прибуток) також демонструє зростання: з 1 964,32 млн доларів у 2020 році вона збільшилася до 4 184,08 млн у 2021 році, але зменшилася до 3 301,48 млн у 2022 році.

Загалом, компанія Netflix показала позитивні тенденції у зростанні показників у 2021 році, але деяке зниження у 2022 році в порівнянні з попередніми періодами. Це пов'язано зі зростанням конкуренції, а також зі

збільшенням витрат на створення власного контенту, що спричинює зниження прибутковості компанії, але націлено на майбутній ріст.

Вирахувати ефективність впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту на підприємстві можна за допомогою визначення мультиплікаторів.

Формула P/E:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Price}}{\text{Earnings per share}} = \frac{\text{Market capitalization}}{\text{Earnings}}, \quad (3.5)$$

de price – ціна акції;

earnings per share – прибуток на акцію;

market capitalization – ринкова капіталізація;

earnings – прибутки.

Отже, розрахуємо мультиплікатор P/E для Netflix:

$$P/E = 209\,364 \text{ млн дол} / 4\,492 \text{ млн дол} = 46,6$$

P/E є одним з ключових фінансових показників, який використовується для оцінки вартості акцій компанії та для дослідження ефективного вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту.

P/E Netflix становить 46,6, що означає, що на кожний долар чистого прибутку компанії припадає 46,6 доларів ціни акції. Цей показник демонструє, як ринок оцінює прибутковість компанії.

Високий P/E може свідчити про високі очікування від прибутковості компанії в майбутньому. У випадку Netflix це може бути пов'язано з очікуванням зростання доходів через стрімінгові послуги та розширення аудиторії, оскільки високий P/E вказує на те, що інвестори готові платити високу ціну за кожен долар прибутку в надії на подальше зростання цінності акцій компанії.

Однак важливо розуміти, що високий P/E також може вказувати на високий ризик або на те, що акції можуть бути переоцінені на ринку. Але ми вже раніше визначили, що акції Netflix є трохи недооцінені ринком та повинні вирости в ціні, що доводить одне – у компанії гарні перспективи до зростання.

Ще одним показником, що перевіряє ефективність впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту слугує EV/EBITDA.

Його формула представлена далі:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Вартість компанії}}{EBITDA} \quad (3.6)$$

Формула даного показника в Netflix дорівнює:

$$EV/EBITDA = 215\,640 \text{ млн дол} / 20\,333 \text{ млн дол} = 10,6$$

EV/EBITDA Netflix становить 10.6. Цей показник використовується інвесторами, акціонерами та аналітиками для розуміння здатності компанії генерувати прибуток від основної операційної діяльності. Він свідчить про те, що на кожний долар прибутку без урахування сплати відсотків, податків, амортизації та зносу припадає 10.6 доларів вартості підприємства в цілому.

Високий показник EV/EBITDA може вказувати на те, що компанія може бути переоціненою в порівнянні з її прибутковістю. Проте, це також може бути пов'язано з перспективою майбутнього зростання чи стратегічними перевагами компанії.

Оцінка EV/EBITDA має бути здійснена в контексті конкретної ситуації та порівнювана з аналогічними компаніями для отримання повного розуміння її значення та важливості для інвесторів та аналітиків.

Для більш кращого розуміння того, наскільки високі показники у Netflix, порівняємо P/E та EV/EBITDA з іншими компаніями у сфері розваг, медіа та стрімінгових послуг.

У табл. 3.1 представлено мультиплікатори P/E та EV/EBITDA в порівнянні з іншими компаніями такого ж ринку.

Таблиця 3.1 – Порівняння мультиплікаторів P/E, EV/EBITDA Netflix з компаніями-аналогами

Компанії	Вартість компанії, млн дол	Ринкова капіталізація, млн дол	EBITDA, млн дол	Чистий прибуток, млн дол	P/E	EV/EBITDA
Netflix	215 640	209 364	20 333	4 492	46,61	10,61
Walt Disney	201 570	169 225	11 347	2 354	71,89	17,76
Amazon	1 590 000	1 515 514	73 600	20 079	75,48	21,60
Fox	18 540	6 691	2 365	1 239	5,40	7,84
Apple	3 020 000	2 974 871	125 820	96 995	30,67	24,00
BCE	63 400	35 823	9 762	2 868	12,49	6,49

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Розглянувши мультиплікатори компанії Netflix у порівнянні з компаніями-аналогами з таблиці, можна зробити такий аналіз:

1. P/E.

Netflix має P/E 46,61, що вище за середнє значення. У порівнянні з конкурентами, у яких цей показник менший, Netflix виглядає компанією, від якої очікують неймовірного росту.

2. EV/EBITDA.

Netflix має EV/EBITDA 10,61. У порівнянні з іншими конкурентами, такими як Fox (EV/EBITDA: 7,84) та BCE (EV/EBITDA: 6,49), Netflix також дуже сильно цінується ринком.

На рис. 3.3 графічно представлено різницю в мультиплікаторах P/E та EV/EBITDA.

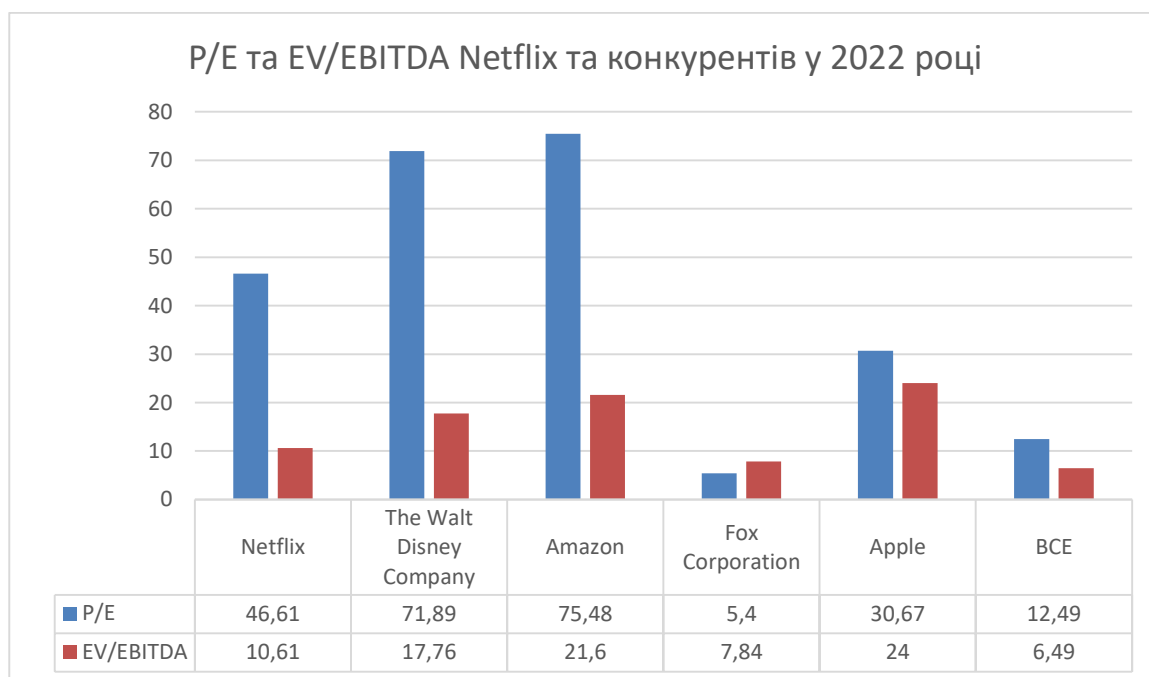


Рисунок 3.3 – Мультиплікатори P/E та EV/EBITDA Netflix та конкурентів у 2022 році

Отже, на основі цих мультиплікаторів можна зробити висновок, що у порівнянні з конкурентами з таблиці, Netflix має середньо-високі показники, що може свідчити про те, що ринок очікує від компанії великого зростання та вищої прибутковості в майбутньому. Проаналізувавши основні показники, які

визначають вартісно-орієнтований фінансовий менеджмент Netflix, можна стверджувати, що у компанії гарний потенціал росту, вона створює додану вартість для акціонерів, а сама система вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту працює ефективно.

3.2 Шляхи покращення ефективності вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту

В розділах вище вже були описані вартісні показники, визначена справедлива вартість акцій Netflix за методом DCF та проаналізовані ризики діяльності Netflix. Інструменти та методи вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту дозволяють проаналізувати фінансовий стан компанії, визначити перспективи та дослідити компанію з точки зору вартісних показників, що є дуже важливим кроком для визначення подальших стратегічних цілей.

Вартісно-орієнтований фінансовий менеджмент спирається на довгостроковому розвитку компанії із підвищенням додаткової вартості для акціонерів. Для впровадження управління, що орієнтується на вартості, потрібно будувати стратегічні цілі та досягати їх. Інструментом, який допоможе виявити їх та визначити шляхи досягнення, є збалансована система показників (Рис. 3.4).

Збалансована система показників показує, які ключові показники ефективності (KPIs) потрібні задля досягнення найкращих результатів. Ключові показники ефективності розділяються на 4 сектори: фінанси, клієнти, внутрішні бізнес-процеси, навчання та розвиток.

Для створення причинно-наслідкових зв'язків між цілями, що ставляться в залежності від побудованої системи збалансованих показників, розробляється стратегічна карта (Рис. 3.5). Це є необхідним кроком для виконання стратегічних

цілей. Тож побудуємо стратегічну карту Netflix для сприяння реалізації її стратегії – стати передовою компанією на ринку розваг в світі.

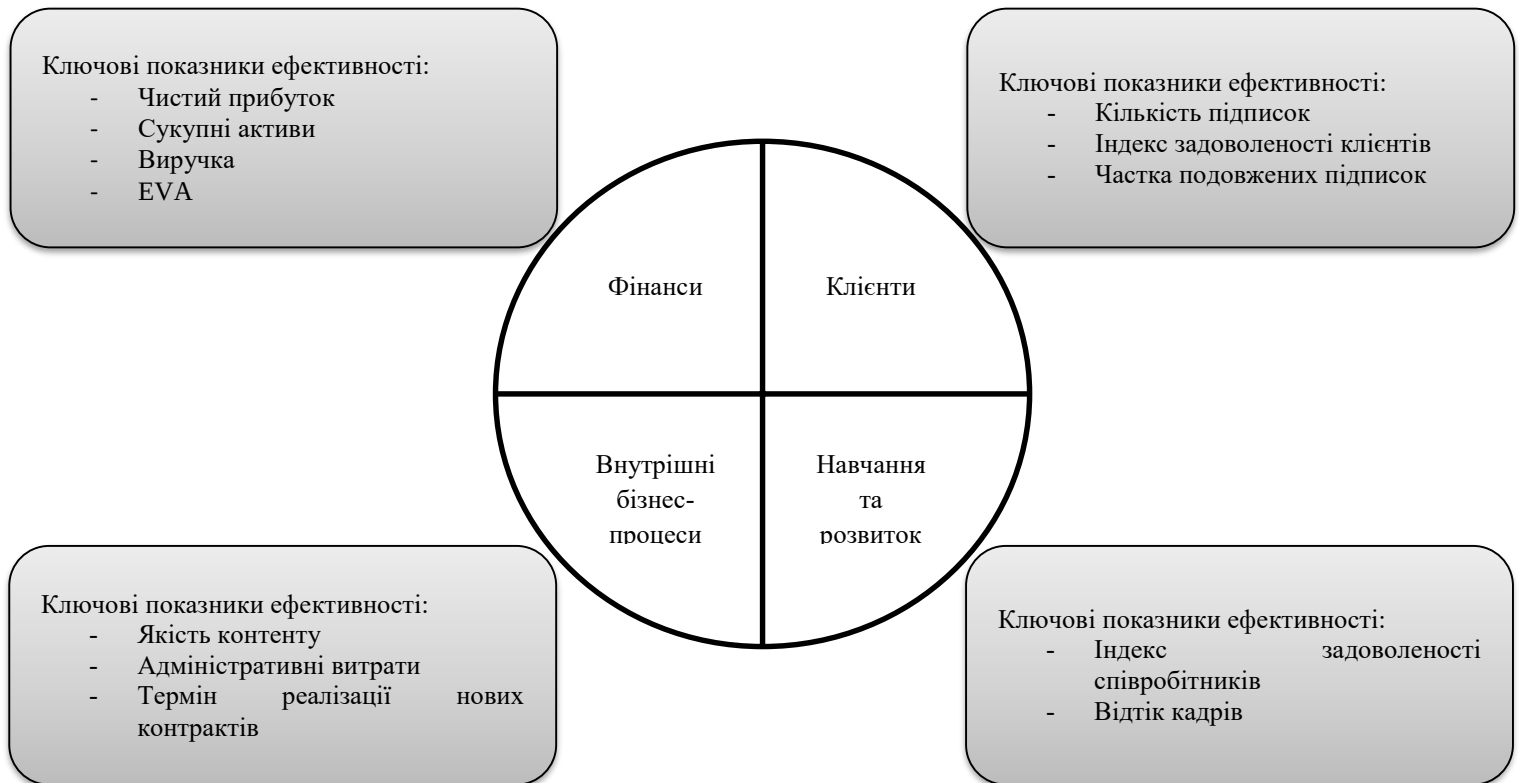


Рисунок 3.4 – Збалансована система показників Netflix

З рис. 3.5 видно, як усі проміжні цілі впливають на основну – збільшення економічної доданої вартості. Тобто збільшення стратегічної цілі дозволяє покращити діяльність усіх ланок компанії, що призводить до більш ефективної його діяльності.

Проте стратегічна карта є недостатньою без кількісних значень, бо в такому разі відсутнє поняття чітких орієнтирів, тож і досягнення певних успіхів буде не максимальним. В табл. 3.2 наведені орієнтовні цілі, до яких Netflix має йти для підвищення вартості бізнесу.

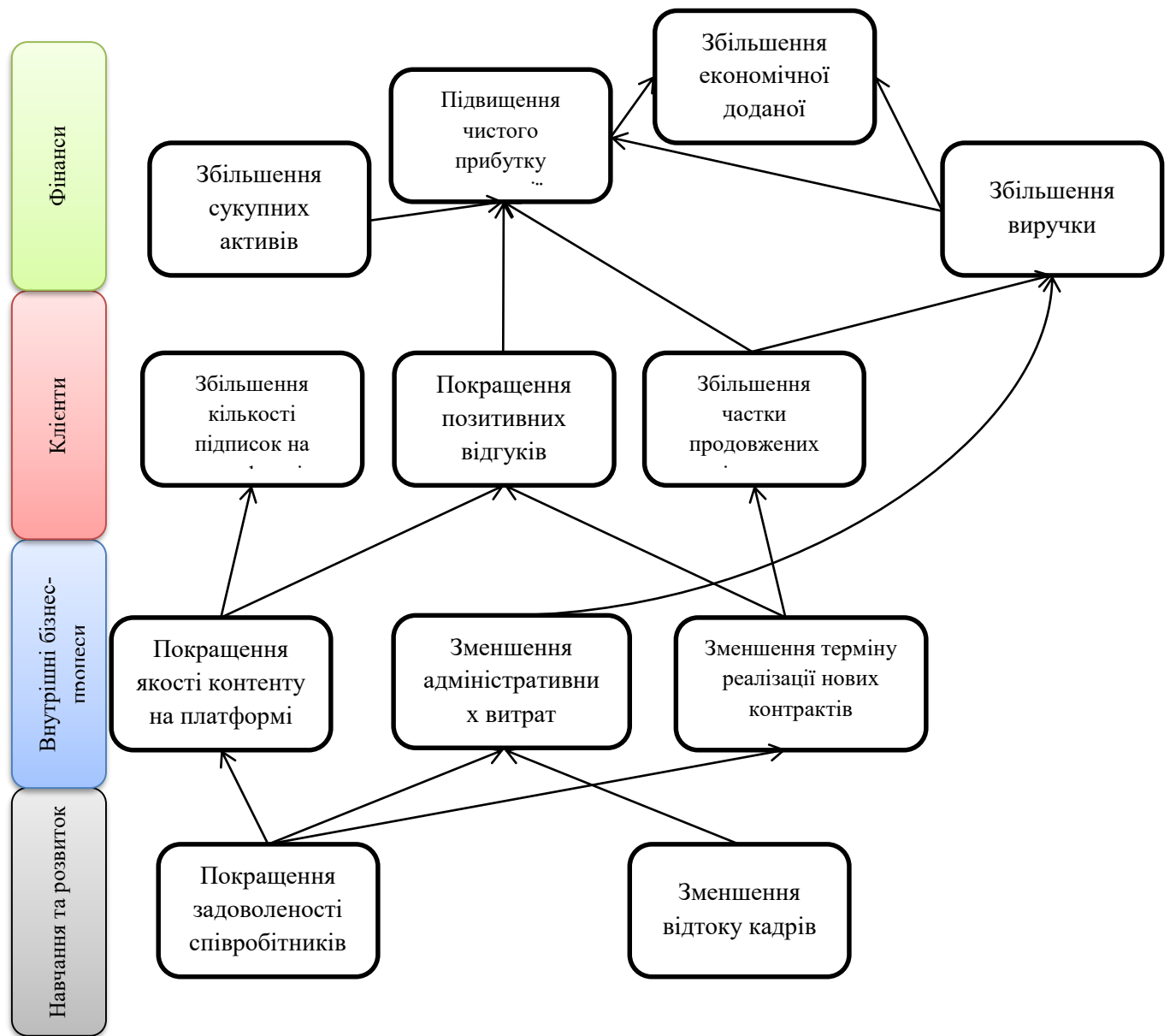


Рисунок 3.5 – Стратегічна карта компанії Netflix

Таблиця 3.2 – Ключові показники ефективності, цілі та шляхи їх досягнення у компанії Netflix

	Ключові показники ефективності (KPIs), у тисячах	Ціль	Шляхи досягнення
--	--	------	------------------

Фінанси	- Сукупні активи компанії (\$ 48 594 768); - Чистий прибуток компанії (\$ 4 491 924); - Виручка (\$ 31 615 550); - Економічна додана вартість (EVA) (\$2 664 526).	- Збільшення основних показників на 5-10% впродовж року	- Збільшення кількості потенційних інвесторів; - Проведення розгорнутої маркетингової кампанії; - Збільшення джерел доходу за рахунок спонсорських угод, рекламних кампаній.
Клієнти	- Кількість підписок на платформі (220 600 осіб на 2022 рік); - Позитивні відгуки клієнтів (80%); - Частка продовжених підписок	- Збільшення кількості нових користувачів на 15 млн порівняно з минулим роком; - Збільшення позитивних відгуків клієнтів до 90%; - Продовження підписки на рівні 85% до усіх клієнтів.	- Надання акційних пропозицій новим та постійним клієнтам; - Покращення комунікації з клієнтами за допомогою соціальних мереж та вбудованих в платформі чатах.
Внутрішні бізнес-процеси	- Рейтинг якості контенту на платформі (згідно рейтингу IMDb - 52% «гарних» фільмів та 73% серіалів); - Сума адміністративних витрат (\$ 1 572 891); - Терміни реалізації нових контрактів	- Збільшення рейтингу успішних шоу фільмів та серіалів до 55% та 77% відповідно; - Залучення на 10% більше професіоналів в сфері кіно для нових проєктів; - Пришвидшення реалізації контрактних зобов'язань на 5%	- Закриття ТВ-шоу, які є збитковими для платформи та отримують малу кількість позитивних відгуків; - Вихід на ринки нових країн та залучення талановитих акторів, режисерів, продюсерів тощо
Навчання та розвиток	- Індекс задоволеності співробітників (88%); - Зменшення відтоку кадрів (11%)	- Збільшення задоволеності співробітників від справедливої та цікавої праці на 3%; - Зменшення відтоку персоналу на 3%	- Збільшення загальних тренінгів та зібрань на 10% - Покращення системи мотивації та винагород за успішно впроваджені ідеї

Джерело: розроблено на основі власних розрахунків

Отже, обрані стратегічні цілі та шляхи їх досягнення дозволять компанії збільшувати вартість та посилювати конкурентні позиції на ринку розважального відеоконтенту та ігор.

Для впровадження вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту важливим є вибір стратегії, що зможе створити вагомі конкурентні переваги. Як на мене, найкращою стратегією для Netflix є стратегія диференціації. Її суть полягає у створенні унікальних продуктів, що само собою може бути здійснено за рахунок великих витрат. Ось основні мої докази на цей рахунок:

- Netflix давно відомий як стримінговий сервіс, що створює оригінальний контент власного виробництва, то чому ж не зробити його ще більш

унікальним. Це може бути залучення відомих особистостей для документальних фільмів або співпраця зі спортивними клубами, що дозволить залучати безліч спонсорів, акціонерів та користувачів зі всього світу, так як спорт, мистецтво, шоу-бізнес – це те, що приваблює людей різних віросповідань чи життєвих поглядів.

- Netflix є компанією, що відома також своєю інноваційністю та технологічністю, тож виробництво власного контенту із десятками варіантів розширення чи озвучок може створити конкурентну перевагу.
- Управління Netflix відбувається не «згори-вниз», а скоріше «знизу-вверх». Працівники наділені владою приймати потрібні для компанії рішення, існують спеціальні зустрічі, де можна ділитися інноваційними ідеями.
- Для оцінки роботи важливий саме результат, а не спосіб його досягнення. Також у компанії може не бути чітких постійних дедлайнів, до яких усі так звикли. Це в черговий раз доводить, що створення унікального контенту є чудовим способом збільшення вартості компанії.

Компанія витрачає величезну кількість коштів на створення свого продукту, але й продовжує отримувати гарні прибутки через його якість, що не може не радувати акціонерів.

Ще одним методом покращення ефективності вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту може слугувати придбання компаній з унікальними технологіями, що можуть збільшити потенціал компанії в майбутньому та підвищити вартість для акціонерів. Стратегічні придбання можуть виступати одним з ключовим елементів стратегії компанії для розширення впливу на ринку, отримання нових технологій та забезпечення конкурентних переваг. Однак, важливо зазначати, що успішність придбання залежить від багатьох факторів, включаючи вибір адекватної стратегії, ефективне управління змінами та правильного узгодження між цілями компаній. Netflix потрібно вміти вдало

поєднувати культуру компаній та бізнес-процеси задля найкращої синергії на ринку.

Збільшення впливу штучного інтелекту на вибір рекомендацій для глядачів, використання елементів віртуальної реальності, створення прямих ефірів на платформі, персональний дизайн меню, при перегляді певних ТВ-шоу є ще одними можливостями покращення взаємодії з клієнтами, що дозволить збільшувати відсоток позитивних відгуків про контент Netflix.

Ще однією ідеєю може стати співпраця з кінотеатрами та отримання дозволу на показ там серіалів та інших передач. Це може бути реєстрація на перегляд серіалу в певний момент часу з друзями на великому екрані, використовуючи як квиток – реєстрацію на власному профілі. Це дозволить створити певні кінотеатри (або власні кімнати відпочинку) різного дизайну, що дозволить людям ще більше поринати у яскраві пригоди на екрані.

Знаходження однодумців на платформі, з якими можна обговорювати фільми, серіали чи грати в ігри є ще одним методом збільшення кількості клієнтів, а отже й збільшення вартості компанії.

Отже, Netflix повинен продовжувати створювати власний контент на найвищому рівні, використовуючи стратегію диференціації. Створення якісного контенту, збільшення кількості кваліфікованого персоналу, закриття непопулярних ТВ-шоу, збільшення можливостей для глядачів на платформі, створення особистих кімнат для перегляду контенту на великому екрані з друзями, співпраця з різними студіями, придбання інноваційних компаній та покращення рекламних кампаній в поєднанні з впровадженням вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту в усіх підрозділах дозволить підвищувати вартість компанії, сприяти покращенню її фінансового стану та ефективно справлятися з ризиками.

ВИСНОВКИ

1) Висока вартість – це компонента якісного ведення бізнесу, що є перспективним в майбутньому та має усі можливості бути успішним в довгостроковій перспективі, попри конкуренцію на ринку, динамічне середовище та інші фактори, що прямо або опосередковано впливають на компанію.

2) Вартість підприємства є одним із критеріїв, на основі яких приймаються рішення щодо здійснення інвестицій у певне підприємство чи його купівлі-продажу як цілісного майнового комплексу, тому для реальних і потенційних інвесторів велике значення має правильність визначення вартості підприємства.

3) Вартість підприємства – це комплексний показник, який характеризує усі аспекти діяльності підприємства та виступає індикатором розвитку, враховуючи внутрішні і зовнішні фактори та інтереси стейкхолдерів.

4) Підходи до трактування поняття «вартість підприємства» можна розділити на ціннісно-ціновий, стратегічний, майновий, системний та комплексний.

5) У ціннісно-ціновому підході основою вартості виступає «міра грошового вираження». Її формування залежить від ефективності ведення господарської діяльності та цінності для власників. У цьому підході практично відсутній вплив ринку в реальному середовищі, що і викликає відхилення ціни від справжньої справедливої вартості підприємства. Тож важко не погодитися, що доцільність використання такого підходу є низькою та неефективною в розрізі постійного розвитку ринкових відносин.

6) Суть стратегічного підходу вже значно вірізняється від ціннісно-цінового, так як вартість визначається за розрахунком величини майбутніх

грошових потоків. Його недоліком є надмірна ймовірність у визначенні вартості підприємства, так як при використанні даного підходу висувається велика кількість різноманітних припущень.

7) Майновий підхід до трактування вартості підприємства визначається з вартості усього наявного у підприємстві майна. Його прийнято поділяти на два напрями. Перший напрям полягає в ототожнюванні вартості підприємства з майновою основою, ігноруючи вплив нематеріальних активів. Другий напрям, окрім майнової, враховує цю ж саму вартість нематеріальних активів, яка ігнорувалась в першому. Недоліком виступає повне ігнорування зовнішнього середовища та відсутність впливу на вартість потенційних вигод від володіння купленим підприємством.

8) Вартість підприємства при системному підході визначається як критерій його розвитку та ефективного функціонування в наявних умовах зовнішнього середовища. У системному підході існує обмежена спрямованість на внутрішні фактори, що відіграють важливу роль у формуванні вартості підприємства. Тому його використання також не дає повну інформацію про справедливую вартість підприємства.

9) Комплексний підхід же може мати в собі різні складові із описаних вище підходів, тому він наразі і є найбільш популярним і найкращим до використання.

10) Система вартісно-орієнтованого управління фінансами суб'єктів господарювання базується на визначенні вартості самого підприємства або бізнесу, якщо мова ведеться про складніші економічні суб'єкти. Традиційні підходи передбачають застосування кількох типових методів оцінювання вартості бізнесу, до яких відносяться: витратний підхід, дохідний підхід, порівняльний підхід.

11) Основна ціль будь-якого бізнесу – побудова та максимізація здатності бути прибутковим у довгостроковій перспективі, особливо в часи

жорсткої конкуренції. Одним із способів цього є використання Value-Based Management (VBM), що можна перекласти як Вартісно-орієнтоване управління фінансами.

12) Для вимірювання ефективності за VBM встановлюється єдина, організаційна метрика ефективності, наприклад, така як економічна додана вартість (EVA). Потім визначаються «драйвери вартості»: це фактори, що пов'язані з акціонерною вартістю, на які можуть впливати менеджери компанії. Така концепція управління розробляється на всіх рівнях компанії, пов'язуючи цілі менеджерів та персоналу. VBM – це ієрархічна система, що з'єднує всі рівні компанії з акціонерною вартістю.

13) Методологічним базисом механізму вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств є такі основні принципи: стратегічної орієнтованості, інтегрованого мислення, узгодженості інтересів стейкхолдерів, мотивації, ефективності.

14) Забезпечення ефективності вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту залежить від раціонального вибору інструментів та методів. Вибір моделі оцінки вартості залежить від: цілі, яку ставить перед собою користувач такої інформації; якісної інформаційної бази розрахунку показників вартості. Недостовірність чи недостатність інформації може призвести до помилкових результатів оцінки вартості підприємства

15) Концепція управління вартістю розкриває широкі можливості для реалізації функцій менеджменту на підприємстві, адже широкий перелік показників вартості (чистий залишковий прибуток – RE, економічний прибуток – EP, додана економічна вартість – EVA, додана грошова вартість – CVA, додана акціонерна вартість – SVA, ринкова вартість – MV, стратегічна вартість – SV, загальна віддача акціонерам – TSR та інші) дозволяє диференційовано підходити до вибору цільових критеріїв та обирати методи управління, що найбільшою

мірою відповідають умовам, у яких функціонує підприємство, враховувати його масштаби та специфіку діяльності.

16) Найчастіше для оцінки компанії використовують модель дисконтування грошових потоків (DCF), так як вона враховує в собі усі ключові фактори впливу на справедливую вартість компанії. Оподаткування, ефективність операційної діяльності, структура капіталу, забезпеченість оборотним капіталом, вартість капіталу на ринку, макроекономічні фактори та інші. Ця модель базується на використанні грошових потоків компанії (cash flows).

17) Важливою моделлю для оцінки вартості компанії виступає показник рентабельності грошових потоків від інвестицій (CFROI, Cash Flow Return on Investment). Цей показник є фактично модифікацією відомого показника – внутрішньої норми дохідності (Internal Rate of Return, IRR). Рентабельність інвестицій за грошовими потоками (CFROI) є результатом діяльності щодо створення нової цінності для акціонерів.

18) Для дослідження системи вартісно-орієнтованого управління було обрано американську компанію Netflix. Це компанія, що надає світові розважальні послуги у більш ніж 190 країнах з 231 мільйоном користувачів. Надання можливості переглядати улюблені серіали, фільми, шоу різних жанрів та на різних мовах. Створення комфортного перегляду улюбленого контенту – одне із головних завдань компанії.

19) Важливим кроком для аналізу та побудови вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту в компанії є розуміння, наскільки вона є привабливою для акціонерів. Варто визначити вартість компанії та чи є її акції недооціненні або переоціненні. Для цього найкращим рішенням буде подивитися на діяльність компанії на сьогоднішній час та в майбутньому із зовнішнього боку, із боку інвесторів та акціонерів. Проаналізувавши вартість компанії Netflix та її акції за допомогою побудови DCF-моделі, бачимо, що ціна акцій на 01.11.2023 становить \$420,19, що є менше, ніж визначена прогнозна справедлива ціна акції – \$423,80.

Акції компанії Netflix є дещо недооцінені. Саме тому рекомендацією є купівля акцій компанії, очікується, що вони будуть рости в ціні в майбутньому.

20) Значення EVA (економічна додана вартість) за останні три роки показало наступний розвиток: з 1 860,34 млн доларів у 2020 році воно зростало до 3 433,11 млн у 2021 році, але зменшилося до 2 664,53 млн у 2022 році. SVA (стратегічна додана вартість) також показала збільшення з 1 859,7 млн доларів у 2020 році до 3 433,5 млн у 2021 році, але стабілізувалася на рівні 2 664,6 млн у 2022 році. RE (залтшkový чистий прибуток) також демонструє зростання: з 1 964,32 млн доларів у 2020 році вона збільшилася до 4 184,08 млн у 2021 році, але зменшилася до 3 301,48 млн у 2022 році. CFROI > WACC у 2022 році (6,8% > 5,62%), тож цей показник свідчить, що компанія створює нову вартість для акціонерів.

21) Зважаючи на отримані показники, можна впевнено стверджувати, що Netflix здатна генерувати прибутки, що перевищують витрати на капітал, який використовується для операційної діяльності, а також генерувати додану вартість для акціонерів.

22) Збалансована система показників показує, які ключові показники ефективності (KPIs) потрібні задля досягнення найкращих результатів. Ключові показники ефективності розділяються на 4 сектори: фінанси, клієнти, внутрішні бізнес-процеси, навчання та розвиток. Для Netflix ключовим є збільшення сукупних активів, підвищення чистого прибутку, збільшення економічної доданої вартості, збільшення кількості підписок на платформі, покращення позитивних відгуків клієнтів, покращення якості контенту на платформі та задоволеності співробітників.

23) Netflix повинен продовжувати створювати власний контент на найвищому рівні, використовуючи стратегію диференціації. Створення якісного контенту, підвищення кваліфікації персоналу, залучення спонсорів та найкращих чи найперспективніших режисерів, сценаристів чи акторів в поєднанні з

впровадженням вартісно-орієнтованого менеджменту в усіх підрозділах дозволить підвищувати вартість компанії, сприяти покращенню її фінансового стану та ефективно справлятися з ризиками.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1) Чубка О. М., Федевич Л. С., Курило О. Б. Витратний підхід до оцінки вартості підприємства: характеристика методів. *Економіка і суспільство*. 2018. №19. С. 1198–1203. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/19_ukr/179.pdf (дата звернення: 10.10.2023).

2) Климаш Н. І. Економічна додана вартість (EVA) та її вплив на вартість підприємства. *Актуальні проблеми використання потенціалу економіки країни: світовий досвід та вітчизняні реалії*: матеріали IV Міжнародної науково-практичної конференції, 25 квітня 2020 р. Дніпро : ПДАБА, 2020. С. 115–117. URL:

https://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/31538/1/%d0%9a%d0%bb%d0%b8%d0%bc%d0%b0%d1%88_%d1%82%d0%b5%d0%b7%d0%b8.pdf (дата звернення: 11.10.2023).

3) Давидов О. І. Вартість підприємства як економічна категорія. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. Вип. 5(155). С. 8–19. URL: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/ape_2014_5_2.pdf (дата звернення: 15.10.2023).

4) Вартісно-орієнтоване управління фінансами підприємств: навчальний посібник / Л.А. Костирко, О.О. Терещенко, Р.О. Костирко, О.О. Серeda. Сєвєродонецьк: вид-во СНУ ім. В. Даля, 2019. 466 с.

5) Лойко В. В., Калабухова А. В. Оцінка бізнесу як інструмент управління вартістю підприємства. *International scientific journal*. 2015. № 8. С. 126–130 . URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/mnj_2015_8_31 (дата звернення: 15.10.2023).

6) Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. Valuation. Measuring and Managing Value for Companies. *John Willey & Sons Inc.* №5. 2010. 837 p.

7) Пронько Л. М., Березюк С. В. Вартість і капіталізація підприємств та методи їх оцінки. *Економічні науки*. 2011. Вип. 8(29). С. 384–391. URL: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/ecnof_2011_8_50.pdf (дата звернення: 14.10.2023).

8) Кривов'язюк І. В., Бурбан О. В. Економічна сутність поняття "вартість підприємства" та детермінанти її зростання. *Економіка та держава*. 2020. №10. С. 99–104. URL: http://www.economy.in.ua/pdf/10_2020/20.pdf (дата звернення: 11.10.2023).

9) Стащук О. В. Вартісно-орієнтоване управління фінансами підприємства. *Економіка та суспільство*. 2022. Вип. 42. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/1645/1582> (дата звернення: 11.10.2023).

10) Старостенко Г. Г., Сурженко А. В. Вартісно-орієнтоване управління фінансами в сучасних реаліях ведення бізнесу в Україні. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. No 3 (7). С. 178–186.

11) Mind Tools Content Team. Value-Based Management. URL: <https://www.mindtools.com/a4ddcrb/value-based-management> (accessed: 17.10.2023).

12) Макаренко Т. Ю. Вартісно-орієнтований контролінг на підприємстві: дис. на здобуття наук. ступ. канд. екон. наук: 08.00.08. Київ, 2017. 197 с.

13) Mitan A., Siekelova A., Rusu M., Rovnak M. Value-based management: a case study of visegrad four countries. *Ekonomicko-manazerske spektrum*. 2021. №15(2). Р. 87–98. URL: <https://ems.uniza.sk/wp->

content/uploads/EMS_2_2021_07_Mitan_Siekelova_Rusu_Rovnak.pdf (accessed: 21.10.2023).

14) <https://fkd.net.ua/index.php/fkd/article/download/1759/1774/4378>

15) Захаркіна Л. С., Салтикова Г. В., Новіков В. М. Теоретико-методологічні засади вартісно-орієнтованого підходу до управління бізнесом. *Бізнесінформ*. 2021. №7. С. 169–177.

16) Гринюк І. М. Управління вартістю підприємства як складова загальної концепції управління: закордонний досвід. *Управління проектами та розвиток виробництва*. 2017. Вип. 2(62). С. 59–65. URL: http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/Uprv_2017_2_8.pdf (дата звернення: 12.09.2023)

17) Грапко Н. В. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами підприємств. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. 2010. Вип. 17. С. 224–234.

18) Новикова І. В. Концепції вартісно-орієнтованого управління інвестиціями: аналіз суперечностей і переваг. *Бізнесінформ*. 2012. №10. С. 84–88.

19) Paul Pignataro, *Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, 2013. 409 p.

20) Valentiam Group. *Valuation Methods: A Guide*. URL: <https://www.valentiam.com/newsandinsights/valuation-methods#:~:text=Three%20main%20types%20of%20valuation,to%20which%20each%20is%20suited> (accessed: 25.10.2023).

21) Nathan Mahr, Ian Lord. *Cost Approach | Overview, Appraisal & Example*. URL: <https://study.com/academy/lesson/cost-approach-to-property-valuation-definition->

[process.html#:~:text=The%20cost%20approach%20is%20often,the%20value%20of%20home%20improvements](#) (accessed: 01.10.2023).

22) Задерей В. Ю. Методи оцінки вартості компаній. *Агросвіт*. 2017. Вип. 5. С. 48–54. URL: http://www.agrosvit.info/pdf/5_2017/10.pdf (дата звернення: 09.09.2023).

23) Shopify Staff. Unlevered Free Cash Flow Definition and Formulas. URL: <https://www.shopify.com/blog/unlevered-free-cash-flow#:~:text=Unlevered%20means%20%E2%80%9Cwithout%20leverage%2C%E2%80%9D,subtracting%20interest%20expense%20on%20debt> (accessed: 26.09.2023).

24) Панасюк О. В. Концепція вартості підприємства в контексті оцінки його фінансового стану. *Економіка і суспільство*. 2018. Вип. 19. С. 1319 – 1324. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/19_ukr/196.pdf (дата звернення: 05.09.2023).

25) Давидов О. І. Моделі доданої вартості підприємств: економічний зміст та особливості побудови. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2017. Вип. 28. С. 167–172. URL: <http://vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2017/28-2017/35.pdf> (дата звернення: 10.10.2023).

26) Adam Hayes. Risk Premiums: Like Hazard Pay for Your Investments. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/riskpremium.asp#citation-3> (accessed: 13.11.2023).

27) Yahoo! Finance. Netflix, Inc. (NFLX). URL: <https://finance.yahoo.com/quote/NFLX?p=NFLX&.tsrc=fin-srch> (accessed: 05.09.2023).

28) Levered/Unlevered Beta of Netflix Inc. (NFLX | USA). URL: <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/US64110L1061/Netflix-Inc-/beta> (accessed: 11.11.2023).

29) Interbrand. Best Global Brands 2023. URL: <https://interbrand.com/best-global-brands/> (accessed: 18.11.2023).

30) Ben Gilbert. Netflix apparently wants to break into the video game business. Experts say that's a bad idea. URL: <https://www.businessinsider.com/why-netflix-will-likely-fail-at-video-games-2021-5#:~:text=Experts%20say%20that's%20a%20bad%20idea.&text=Netflix%20is%20reportedly%20fishing%20around,and%20entertainment%20companies%20in%20gaming>. (accessed: 17.11.2023).

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

	As of December 31,	
	2022	2021
Assets		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 5,147,176	\$ 6,027,804
Short-term investments	911,276	—
Other current assets	3,208,021	2,042,021
Total current assets	9,266,473	8,069,825
Content assets, net	32,736,713	30,919,539
Property and equipment, net	1,398,257	1,323,453
Other non-current assets	5,193,325	4,271,846
Total assets	<u>\$ 48,594,768</u>	<u>\$ 44,584,663</u>
Liabilities and Stockholders' Equity		
Current liabilities:		
Current content liabilities	\$ 4,480,150	\$ 4,292,967
Accounts payable	671,513	837,483
Accrued expenses and other liabilities	1,514,650	1,449,351
Deferred revenue	1,264,661	1,209,342
Short-term debt	—	699,823
Total current liabilities	7,930,974	8,488,966
Non-current content liabilities	3,081,277	3,094,213
Long-term debt	14,353,076	14,693,072
Other non-current liabilities	2,452,040	2,459,164
Total liabilities	27,817,367	28,735,415
Commitments and contingencies (Note 7)		
Stockholders' equity:		
Preferred stock, \$0.001 par value; 10,000,000 shares authorized at December 31, 2022 and December 31, 2021; no shares issued and outstanding at December 31, 2022 and December 31, 2021	—	—
Common stock, \$0.001 par value; 4,990,000,000 shares authorized at December 31, 2022 and December 31, 2021; 445,346,776 and 443,963,107 issued and outstanding at December 31, 2022 and December 31, 2021, respectively	4,637,601	4,024,561
Treasury stock at cost (1,564,478 shares at December 31, 2022 and December 31, 2021)	(824,190)	(824,190)
Accumulated other comprehensive loss	(217,306)	(40,495)
Retained earnings	17,181,296	12,689,372
Total stockholders' equity	20,777,401	15,849,248
Total liabilities and stockholders' equity	<u>\$ 48,594,768</u>	<u>\$ 44,584,663</u>

Рисунок А.1 – Звіт про фінансовий стан компанії Netflix за 2021-2022 роки

ДОДАТОК Б

	Year Ended December 31,		
	2022	2021	2020
Cash flows from operating activities:			
Net income	\$ 4,491,924	\$ 5,116,228	\$ 2,761,395
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by operating activities:			
Additions to content assets	(16,839,038)	(17,702,202)	(11,779,284)
Change in content liabilities	179,310	232,898	(757,433)
Amortization of content assets	14,026,132	12,230,367	10,806,912
Depreciation and amortization of property, equipment and intangibles	336,682	208,412	115,710
Stock-based compensation expense	575,452	403,220	415,180
Foreign currency remeasurement loss (gain) on debt	(353,111)	(430,661)	533,278
Other non-cash items	533,543	376,777	293,126
Deferred income taxes	(166,550)	199,548	70,066
Changes in operating assets and liabilities:			
Other current assets	(353,834)	(369,681)	(187,623)
Accounts payable	(158,543)	145,115	(41,605)
Accrued expenses and other liabilities	(55,513)	180,338	198,183
Deferred revenue	27,356	91,350	193,247
Other non-current assets and liabilities	(217,553)	(289,099)	(194,075)
Net cash provided by operating activities	2,026,257	392,610	2,427,077
Cash flows from investing activities:			
Purchases of property and equipment	(407,729)	(524,585)	(497,923)
Change in other assets	—	(26,919)	(7,431)
Acquisitions	(757,387)	(788,349)	—
Purchases of short-term investments	(911,276)	—	—
Net cash used in investing activities	(2,076,392)	(1,339,853)	(505,354)
Cash flows from financing activities:			
Proceeds from issuance of debt	—	—	1,009,464
Debt issuance costs	—	—	(7,559)
Repayments of debt	(700,000)	(500,000)	—
Proceeds from issuance of common stock	35,746	174,414	235,406
Repurchases of common stock	—	(600,022)	—
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	—	(224,168)	—
Net cash provided by (used in) financing activities	(664,254)	(1,149,776)	1,237,311
Effect of exchange rate changes on cash, cash equivalents and restricted cash	(170,140)	(86,740)	36,050
Net increase (decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	(884,529)	(2,183,759)	3,195,084
Cash, cash equivalents and restricted cash, beginning of year	6,055,111	8,238,870	5,043,786
Cash, cash equivalents and restricted cash, end of year	\$ 5,170,582	\$ 6,055,111	\$ 8,238,870
Supplemental disclosure:			
Income taxes paid	\$ 811,720	\$ 509,265	\$ 291,582
Interest paid	701,693	763,432	762,904

Рисунок Б.1 – Звіт про рух грошових коштів компанії Netflix за 2021-2022 роки

