

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Західноукраїнський національний університет
Навчально-науковий інститут новітніх освітніх технологій
Кафедра економіки та економічної теорії

КОМІСАРУК Тетяна Василівна

Оцінка вартості компаній ІТ-індустрії / Company
valuation of ITsector

спеціальність: 051 - Економіка
освітньо-професійна програма - Економіка та управління підприємством

Кваліфікаційна робота

Виконала студентка групи
ЕУПзм-21
Т. В. Комісарук

Науковий керівник:
к.е.н., доцент, О. П. Шиманська

Кваліфікаційну роботу
допущено до захисту:

"02" _____ 20 24 р.

Завідувач кафедри
В. В. Козюк

ТЕРНОПІЛЬ - 2024

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ В ІТ-СФЕРІ	6
1.1. Вартість бізнесу: моделі оцінки.....	6
1.2. Підходи до оцінки вартості бізнесу в ІТ-сфері	11
РОЗДІЛ 2. ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ НА ПРИКЛАДІ «ЕРАМ UKRAINE»	18
2.1. Бізнес-діяльність, цільові ринки та конкурентні переваги компанії на ІТ- ринку	18
2.2. Аналіз вартості компанії «ЕРАМ Ukraine»	22
2.3. Оцінка факторів ризику, які впливають на кінцеву вартість компанії.....	29
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ ІТ-СЕКТОРУ	35
ВИСНОВКИ.....	43
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	48
ДОДАТКИ.....	52

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Оцінка вартості компаній є важливим аспектом сучасного корпоративного управління, адже правильна оцінка вартості забезпечує ефективне прийняття рішень щодо інвестицій, злиття та поглинань, залучення фінансування та стратегічного розвитку. Особливу актуальність ця тема набуває в умовах глобального економічного розвитку ІТ-індустрії, яка демонструє стрімке зростання, високу інноваційну активність і значний вплив на інші галузі економіки.

В умовах війни та економічної нестабільності в Україні ІТ-індустрія стала одним із ключових драйверів економічної стійкості, адаптуючись до викликів та забезпечуючи стабільний дохід від експорту послуг. У зв'язку з цим, оцінка вартості компаній ІТ-індустрії є не лише практично важливим, але й стратегічним завданням для збереження їхньої конкурентоспроможності на внутрішньому та глобальному ринках.

Недостатня адаптація традиційних методів оцінки до особливостей ІТ-компаній, таких як значна частка нематеріальних активів, швидка змінність ринкових умов та високий рівень ризиків, створює необхідність проведення досліджень, спрямованих на вдосконалення методологічних підходів до оцінки вартості таких компаній.

Мета випускної кваліфікаційної роботи є розробка теоретико-методичних засад та практичних рекомендацій з оцінки вартості компаній ІТ-індустрії, враховуючи особливості їхнього функціонування в умовах сучасного економічного середовища.

Для досягнення мети визначено такі завдання:

- розкрити сутність і значення оцінки вартості компаній як інструменту стратегічного управління;
- дослідити особливості формування вартості компаній ІТ-індустрії, зокрема роль нематеріальних активів;

- проаналізувати сучасний стан ІТ-індустрії України та ключові фактори, що впливають на вартість компаній;
- провести порівняльний аналіз методів оцінки вартості компаній, зосередившись на їхній адаптованості до ІТ-індустрії;
- оцінити вартість компанії ІТ-індустрії на прикладі ЕРАМ Ukraine із застосуванням різних методів;
- розробити рекомендації щодо вдосконалення процесів оцінки вартості компаній ІТ-індустрії.

Об'єктом дослідження є компанії ІТ-індустрії як специфічний сегмент економіки.

Предметом дослідження є теоретико-методичні підходи та практичні аспекти оцінки вартості компаній ІТ-індустрії.

Методи дослідження. Для досягнення поставленої мети використовувався комплекс методів, зокрема: аналіз і синтез для вивчення теоретичних основ оцінки вартості компаній; економіко-статистичний аналіз для визначення ключових тенденцій розвитку ІТ-індустрії; порівняльний аналіз для оцінки методів оцінки вартості компаній; експертне оцінювання для визначення основних підходів до оцінки вартості нематеріальних активів; методи фінансового моделювання для розрахунку вартості компанії на основі обраних підходів.

Практична значущість отриманих результатів. Результати дослідження можуть бути використані керівниками ІТ-компаній для стратегічного планування, інвесторами для прийняття рішень щодо інвестування, а також державними органами при розробці політики підтримки ІТ-індустрії. Рекомендації, сформульовані у роботі, сприятимуть підвищенню точності оцінки вартості компаній ІТ-індустрії та ефективності їхнього функціонування на ринку.

Апробація результатів. Основні положення дослідження були представлені на науково-практичних конференціях, зокрема: XII науковій конференції студентів та молодих вчених «Цифрова економіка та інновації в бізнесі».

Структура випускної кваліфікаційної роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Загальний обсяг роботи складає 54 сторінки, включаючи 8 таблиць, 2 рисунки та 3 додатки. Список використаних джерел містить 50 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ В ІТ-СФЕРІ

1.1. Вартість бізнесу: моделі оцінки

Оцінка вартості бізнесу є критично важливим процесом у фінансовому аналізі та управлінні, який дозволяє визначити економічну цінність підприємства для інвесторів, кредиторів та інших зацікавлених сторін. Існують різні підходи до оцінки вартості бізнесу, які можна класифікувати на кілька основних категорій: дохідний підхід; ринковий підхід; витратний підхід; моделі оцінки капіталу.

Дохідний підхід є одним із основних підходів до оцінки вартості бізнесу, що ґрунтується на аналізі прогнозованих майбутніх доходів підприємства. Його ключова ідея полягає в тому, що вартість компанії визначається її здатністю генерувати грошові потоки в майбутньому. Центральним методом цього підходу є дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF), який передбачає приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості за допомогою коефіцієнта дисконтування. У більшості випадків коефіцієнт дисконтування визначається як середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC), яка враховує як власний, так і позиковий капітал підприємства [16, с. 3]. Завдяки своїй універсальності метод DCF дозволяє враховувати як внутрішні, так і зовнішні фактори, що впливають на фінансову діяльність компанії.

Попри високу популярність, дисконтування грошових потоків має певні недоліки, серед яких ключовим є складність точного прогнозування майбутніх фінансових показників. Невизначеність ринкових умов, економічна нестабільність та можливі зміни у галузі можуть істотно вплинути на реалістичність прогнозів. Крім того, значення коефіцієнта дисконтування, що залежить від оцінки ризиків та структури капіталу, може бути суб'єктивним, що ускладнює порівняння результатів між різними компаніями [9, с. 52]. Проте,

завдяки здатності забезпечувати комплексну оцінку, метод DCF залишається одним із найпоширеніших інструментів у сучасному фінансовому аналізі та стратегічному плануванні.

Ринковий підхід є одним із найпоширеніших методів оцінки вартості бізнесу, що базується на аналізі порівнянних компаній, які представлені на фінансових ринках. Основна ідея цього підходу полягає у використанні даних про ціни акцій або вартості підприємств-аналогів для визначення справедливої ринкової вартості оцінюваної компанії. Для цього застосовуються спеціальні ринкові мультиплікатори, такі як співвідношення «ціна/прибуток» (P/E), «ціна/виручка» (P/S), «ціна/грошовий потік» (P/CF) та інші. Ці коефіцієнти дозволяють співставити ринкову вартість компанії із її фінансовими показниками, такими як прибуток, виручка чи грошовий потік.

Основною перевагою ринкового підходу є його простота та можливість отримання інформації з відкритих джерел, особливо для публічних компаній. Однак цей підхід має і свої обмеження, зокрема залежність від точності даних про порівнювані компанії та складність врахування індивідуальних особливостей підприємства. Наприклад, компанії можуть суттєво відрізнятися за структурою витрат, рівнем інноваційності чи стратегією управління, що може впливати на точність оцінки. Таким чином, ринковий підхід є ефективним для попередньої оцінки бізнесу, проте для глибшого аналізу зазвичай використовується у поєднанні з іншими методами, зокрема дохідним чи затратним підходами.

Витратний підхід є одним із класичних підходів до оцінки вартості бізнесу, що базується на аналізі вартості активів компанії за вирахуванням її зобов'язань. Основна ідея цього методу полягає у визначенні вартості підприємства як сукупності його активів, які можуть бути відтворені або замінені. Для оцінки використовуються різні методи, такі як вартість заміщення, що оцінює вартість активів на основі витрат, необхідних для їхньої заміни, або вартість відтворення, яка враховує витрати, необхідні для створення ідентичного активу за сучасними цінами. Цей підхід є особливо релевантним для компаній, які мають значні

матеріальні активи, такі як промислові підприємства, виробничі компанії чи бізнеси зі значною кількістю нерухомості.

До основних моделей витратного підходу належать модель чистих активів (Net Assets Model), яка обчислює різницю між вартістю активів і зобов'язань, та модель скоригованої балансової вартості (Adjusted Book Value), яка враховує переоцінку активів і пасивів за їхньою поточною ринковою вартістю. Також використовується ліквідаційна вартість (Liquidation Value), яка визначає можливу вартість активів у разі їх продажу під час ліквідації підприємства. Перевагою витратного підходу є його простота і зрозумілість, особливо в умовах стабільного ринку, де дані про активи та зобов'язання легко доступні. Водночас недоліком є недостатнє врахування майбутніх доходів компанії, нематеріальних активів, таких як бренд чи інтелектуальна власність, а також динамічних змін у зовнішньому середовищі. Тому цей підхід найчастіше використовується як допоміжний, зокрема для оцінки мінімальної вартості компанії або в умовах ліквідації.

Моделі оцінки капіталу, як моделі оцінки вартості компаній включають теоретичні моделі, які враховують ризики та очікувану дохідність інвестицій. Серед них варто виокремити наступні:

1. Модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM). CAPM є однією з найпоширеніших моделей, що використовуються для оцінки вартості капіталу та прийняття інвестиційних рішень. Ця модель ґрунтується на припущенні, що інвестори очікують премії за ризик, яку вони готові прийняти в обмін на потенційну дохідність. Основним показником у CAPM є коефіцієнт бета (β), що відображає чутливість доходів активу до змін на ринку. Формула CAPM включає безризикову ставку, ринкову премію за ризик і коефіцієнт бета, що дозволяє оцінити очікувану дохідність активу. Застосування цієї моделі дає можливість інвесторам аналізувати ризик окремих активів у контексті диверсифікованого портфеля, що є особливо корисним для ухвалення рішень щодо інвестування в акції чи проекти [7, с. 255; 14, с. 179].

2. Теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory, APT). APT є більш гнучкою альтернативою CAPM, яка враховує не лише один фактор ризику, а кілька системних факторів. Теорія заснована на припущенні, що очікуваний прибуток активу залежить від його чутливості до цих факторів і відповідних премій за ризик [38, с. 964]. Системні фактори можуть включати інфляцію, процентні ставки, зміни валютного курсу чи економічне зростання. Однією з переваг APT є можливість її адаптації до різних ринкових умов, що робить цю модель ефективною для оцінки вартості фінансових інструментів із невизначеними грошовими потоками. Крім того, APT передбачає використання арбітражних можливостей ринку для отримання прибутків, що підходить для інвесторів із високою схильністю до ризику.

3. Теорія структури капіталу (теорія Міллера–Модільяні). Теорія Міллера–Модільяні стверджує, що за відсутності податків, трансакційних витрат і асиметричної інформації, структура капіталу компанії не впливає на її ринкову вартість [35]. Це означає, що вартість підприємства визначається лише його інвестиційною політикою. У подальших версіях теорії враховується вплив податкового щита, який створюється через використання боргу, що знижує податкове навантаження. Згідно з цією модифікацією, компанії з високою часткою боргового фінансування мають більшу ринкову вартість. Теорія є ключовою для розуміння взаємозв'язку між структурою капіталу, інвестиціями та прибутковістю бізнесу.

4. Теорія раціональних очікувань. Ця теорія запропонована Джоном Мутом та заснована на припущенні, що інвестори формують свої очікування на основі доступної інформації про ринок, використовуючи економічні моделі для прогнозування майбутніх подій. Згідно з теорією, ринкові ціни активів включають усю доступну інформацію, а очікування інвесторів щодо майбутніх змін є раціональними [36]. Теорія раціональних очікувань дозволяє пояснити динаміку цін на ринках і вплив економічних новин на прийняття рішень інвесторами. Вона використовується для оцінки вартості активів, таких як акції та облігації, з урахуванням макроекономічних змін і коливань.

5. Теорія портфеля Гарі Марковіца. Теорія портфеля Гарі Марковіца фокусується на оптимізації інвестиційного портфеля шляхом диверсифікації активів для мінімізації ризиків і максимізації доходів. Основна ідея полягає в тому, що інвестори можуть знизити загальний ризик портфеля, комбінуючи активи з різними рівнями дохідності та кореляції [34, с. 80-85]. Оптимальний портфель, згідно з цією теорією, розташований на так званій ефективній межі, де дохідність портфеля максимізується для заданого рівня ризику. Теорія портфеля є основою сучасної фінансової інженерії і широко використовується для створення інвестиційних стратегій.

Моделі оцінки вартості бізнесу демонструють різноманітність підходів і методів, які можна використовувати залежно від специфіки компанії, ринку та економічних умов. Дохідний підхід із використанням методу дисконтування грошових потоків (DCF) забезпечує комплексну оцінку, враховуючи як майбутні доходи, так і структуру капіталу, але залежить від точності прогнозування. Ринковий підхід дозволяє швидко й ефективно визначити вартість бізнесу через аналіз аналогічних компаній, але не враховує індивідуальних характеристик підприємства. Витратний підхід надає оцінку на основі матеріальних активів і є ефективним для підприємств із значною часткою фізичних активів, але недооцінює нематеріальні активи та потенціал доходів. У свою чергу, моделі оцінки капіталу, такі як CAPM та APT, враховують ризики і дохідність інвестицій, але можуть бути складними у практичному застосуванні через необхідність деталізованого аналізу ринкових факторів.

Кожен із підходів і моделей має свої переваги та обмеження, що визначають їхню доцільність у різних ситуаціях. Наприклад, теорія структури капіталу Міллера–Модільяні є ключовою для розуміння взаємозв'язку між борговим фінансуванням і податковими вигодами, тоді як теорія раціональних очікувань надає інструменти для врахування макроекономічних змін у прийнятті інвестиційних рішень. Теорія портфеля Гарі Марковіца є основою для стратегічного планування інвестицій, особливо в умовах високої волатильності. Таким чином, ефективна оцінка вартості бізнесу вимагає інтегрованого підходу,

що поєднує декілька методів, дозволяючи враховувати не лише фінансові показники, але й стратегічні перспективи та зовнішні ризики.

1.2. Підходи до оцінки вартості бізнесу в ІТ-сфері

Оцінка вартості бізнесу в ІТ-сфері є комплексним завданням, яке потребує врахування низки унікальних характеристик цієї галузі. По-перше, ІТ-компанії зазвичай працюють у середовищі з високим рівнем невизначеності, пов'язаним із швидкими технологічними змінами, значною залежністю від інноваційних рішень та нестабільністю ринкових умов. По-друге, їхня діяльність здебільшого базується на нематеріальних активах, таких як програмне забезпечення, інтелектуальна власність, база клієнтів та репутація бренду, що ускладнює їх точну оцінку. По-третє, динамічність галузі визначає важливість адаптації до змін попиту та технологічних тенденцій, що безпосередньо впливає на ринкову вартість бізнесу.

Для оцінки вартості ІТ-бізнесу використовуються різні підходи, кожен з яких має свої особливості та застосування залежно від специфіки компанії. Основними підходами є дохідний, ринковий і витратний, а їх вибір залежить від стадії розвитку компанії, її фінансового стану та мети оцінки.

Дохідний підхід є основним інструментом оцінки вартості бізнесу в ІТ-сфері, оскільки саме здатність компанії генерувати стабільні та перспективні грошові потоки є ключовим фактором для інвесторів. Унікальні характеристики ІТ-сектору впливають на специфіку використання цього підходу, що зумовлює необхідність врахування певних аспектів. Розглянемо більш детально основні методи цього підходу та їхню адаптацію до оцінки ІТ-компаній.

Метод дисконтованих грошових потоків (DCF)

Метод DCF базується на прогнозуванні грошових потоків, які генерує компанія, з їх подальшим дисконтуванням до теперішньої вартості [1, с. 768]. У контексті ІТ-компаній цей метод має низку особливостей:

1. Швидке зростання доходів. Більшість ІТ-компаній, особливо стартапи, демонструють експоненціальне зростання на ранніх етапах розвитку, що ускладнює точне прогнозування. У таких випадках використовуються сценарні моделі, які включають оптимістичні, базові та песимістичні сценарії, щоб зменшити ризики хибної оцінки.

2. Роль інвестицій у R&D. Інвестиції у дослідження та розробки суттєво впливають на здатність компанії створювати інноваційні продукти та підвищувати конкурентоспроможність. Ці витрати часто розглядаються як капіталовкладення, які впливають на довгострокову вартість, а не як поточні витрати.

3. Ризик технологічних змін. Висока динаміка технологічного прогресу в ІТ-сфері може як сприяти зростанню, так і призводити до знецінення окремих активів. Наприклад, поява нових технологій або зміна ринкових трендів може суттєво змінити очікувані доходи. Тому ставка дисконтування має враховувати ці ризики, часто перевищуючи стандартні ставки для традиційних галузей.

4. Залежність від ринкових тенденцій. Успіх багатьох ІТ-компаній залежить від ринкових трендів, таких як популярність хмарних технологій, штучного інтелекту чи блокчейн-рішень. Оцінка має враховувати гнучкість компанії до змін попиту та її здатність адаптувати бізнес-модель до нових реалій.

5. Визначення кінцевої вартості (terminal value). У моделі DCF кінцева вартість часто становить значну частку загальної оцінки ІТ-компанії. При її розрахунку використовуються дві основні моделі: модель постійного зростання (Gordon Growth Model) або мультиплікатори. У випадку ІТ-компаній дохідність може суттєво відрізнятися, тому важливо враховувати обмеження життєвого циклу продуктів.

Метод капіталізації доходу

Метод капіталізації доходу менш поширений в оцінці ІТ-компаній через специфіку доходів у цій галузі, проте він ефективний для компаній, які демонструють стабільний фінансовий результат. Особливості застосування цього методу в ІТ-сфері:

1. Стабільність доходів. Метод підходить для зрілих ІТ-компаній із прогнозованими доходами, які мають стійке положення на ринку. Наприклад, великі компанії, що займаються корпоративним програмним забезпеченням або обслуговуванням хмарних сервісів, можуть бути об'єктами для цього методу.

2. Вплив нематеріальних активів. У багатьох ІТ-компаній значна частка доходів генерується нематеріальними активами, такими як патенти, авторські права, бази клієнтів або брендовий капітал. Це може ускладнювати розрахунок капіталізованого доходу, оскільки необхідно оцінювати, який відсоток доходів залежить від цих активів.

3. Чутливість до зовнішніх факторів. Капіталізація доходів може бути впливовою через зміни в макроекономічному середовищі, регуляторній політиці чи впровадження нових технологій. Це особливо актуально для компаній, які працюють у галузях із високою конкуренцією або нестабільним попитом.

4. Визначення капіталізаційної ставки. У контексті ІТ-компаній капіталізаційна ставка повинна враховувати не лише стандартні бізнес-ризики, але й такі фактори, як інноваційність компанії, темпи технологічних змін та залежність від ключових клієнтів або постачальників [27, с. 178-179].

Дохідний підхід до оцінки ІТ-компаній передбачає врахування низки додаткових аспектів, які мають значний вплив на точність оцінки. Зокрема, сезонні коливання доходів є типовими для багатьох компаній у галузі. Наприклад, попит на продукти електронної комерції може суттєво зростати напередодні свят, що створює нерівномірність у розподілі доходів протягом року. Висока масштабованість бізнесу є ще однією важливою особливістю ІТ-компаній. Це означає, що вони здатні різко збільшувати обсяги доходів без пропорційного зростання витрат, що є критичним фактором при моделюванні грошових потоків. Крім того, інвестиційні ризики, пов'язані з витратами на інфраструктуру, забезпечення безпеки даних і модернізацію технологій, також суттєво впливають на майбутні доходи компаній. Врахування цих аспектів дозволяє забезпечити більш точну і реалістичну оцінку вартості бізнесу.

Ринковий підхід до оцінки вартості ІТ-компаній є важливим інструментом, який дозволяє враховувати ринкову динаміку, конкурентну позицію компанії та специфіку галузі. Основна ідея цього підходу полягає у використанні даних про подібні компанії або угоди, щоб визначити справедливую ринкову вартість оцінюваного бізнесу. Особливості ІТ-компаній значно впливають на застосування ринкового підходу, роблячи його особливо ефективним у випадках, коли компанія діє на зрілих ринках або має чітко виражену ринкову нішу.

Метод порівняння компаній-аналогів базується на аналізі фінансових мультиплікаторів, таких як співвідношення ціни до доходів (P/E), виручки (EV/Sales), операційного прибутку (EV/EBITDA) [23, с. 82; 19, с. 35;]. Для ІТ-компаній ці мультиплікатори часто залежать від таких показників, як масштаби ринку, географічне охоплення, частка ринку, темпи зростання доходів, а також рівень інноваційності продуктів. Наприклад, компанії, що працюють у галузі розробки програмного забезпечення або SaaS-рішень, можуть мати вищі мультиплікатори через стабільний попит на такі продукти, високу лояльність клієнтів та потенціал для масштабування. Разом із тим, важливо враховувати галузеві ризики, наприклад, залежність від ключових клієнтів чи вплив технологічних змін, що можуть суттєво вплинути на оцінювану вартість.

Метод аналізу угод ґрунтується на даних про продажі подібних компаній. Для ІТ-сфери цей метод особливо цінний, оскільки дозволяє враховувати реальні ринкові умови та кон'юнктуру [29, с.210; 26, с. 71]. Наприклад, у галузі часто трапляються випадки продажу стартапів або невеликих компаній великим корпораціям, які зацікавлені в придбанні інноваційних рішень чи талантів (acqui-hire). Однак успішність цього методу залежить від доступності інформації про угоди, яка часто є конфіденційною або обмеженою. Крім того, важливо враховувати, що вартість угод може включати премії за контрольний пакет акцій або потенціал синергії, які не завжди можна екстраполювати на інші компанії.

ІТ-компанії мають низку особливостей, які впливають на оцінку за ринковим підходом [15, с. 166]. По-перше, вони часто характеризуються високою залежністю від нематеріальних активів, таких як інтелектуальна

власність, програмне забезпечення, клієнтські бази та репутація бренду. Ці активи складно оцінити через відсутність чіткої ринкової вартості. По-друге, бізнес-модель багатьох ІТ-компаній передбачає швидке масштабування, що впливає на їхню поточну оцінку. Наприклад, SaaS-компанії можуть показувати низький прибуток на початкових етапах через великі інвестиції у маркетинг та залучення клієнтів, але мають потенціал для значного збільшення вартості в довгостроковій перспективі. По-третє, ІТ-сфера характеризується високим рівнем конкуренції, де інновації є ключовим фактором успіху. Це означає, що навіть компанії з подібними фінансовими показниками можуть мати різну ринкову вартість залежно від рівня їхньої технологічної переваги.

Таким чином, ринковий підхід у контексті ІТ-компаній потребує комплексного підходу до вибору аналогів, врахування галузевої специфіки та обмежень даних. Він дозволяє отримати об'єктивну оцінку за умов наявності якісної інформації про ринок та правильного врахування унікальних характеристик бізнесу.

Витратний підхід у оцінці вартості бізнесу базується на аналізі вартості активів компанії з урахуванням її зобов'язань. Основною ідеєю цього підходу є оцінка того, скільки коштувало б створення аналогічного бізнесу або його відновлення в разі ліквідації. В ІТ-сфері витратний підхід має обмежене застосування, оскільки значну частину вартості таких компаній складають нематеріальні активи, які важко оцінити за цим підходом. Однак він може бути корисним у певних випадках, особливо для стартапів, які ще не досягли етапу стабільного доходу, або для компаній, які проходять стадію реструктуризації.

Особливості застосування витратного підходу в ІТ-сфері:

1. Оцінка вартості інтелектуальної власності. ІТ-компанії часто володіють значними нематеріальними активами, такими як патенти, авторські права, програмне забезпечення або алгоритми. Ці активи є ключовими для бізнесу, але їхня вартість залежить від рівня захисту, попиту на ринку, тривалості життєвого циклу продукту та можливостей комерціалізації. Наприклад, вартість

програмного забезпечення може оцінюватися на основі витрат на його розробку або ліцензування.

2. Аналіз нематеріальних активів. Унікальні нематеріальні активи, такі як клієнтська база, брендова репутація або база даних користувачів, формують значну частину вартості ІТ-компаній. Їх оцінка може бути складною, оскільки такі активи не мають фізичної форми, а їх ринкова вартість залежить від здатності генерувати доходи. Наприклад, база даних користувачів у компанії може оцінюватися залежно від кількості активних користувачів, їхньої лояльності та середнього доходу на користувача (ARPU).

3. Розрахунок заміщувальної вартості. Заміщувальна вартість визначає, скільки коштів необхідно для створення аналогічного бізнесу з нуля. В ІТ-сфері це включає витрати на розробку програмного забезпечення, створення інфраструктури, залучення талантів і розвиток бренду. Цей метод є корисним для оцінки вартості компаній на етапі стартапу або для інвесторів, які планують інвестувати в подібні проекти.

4. Оцінка матеріальних активів. У випадках, коли ІТ-компанії володіють фізичними активами, такими як сервери, дата-центри чи обладнання, витратний підхід може бути застосований для оцінки їхньої вартості. Однак, у багатьох випадках частка таких активів у загальній вартості компанії є незначною [39, с. 102].

Через специфіку ІТ-бізнесу часто використовується комбінований підхід, який інтегрує елементи дохідного, ринкового та витратного підходів. Наприклад, дохідний підхід може застосовуватися для оцінки перспектив доходів компанії, тоді як ринковий підхід дозволяє врахувати зовнішнє середовище та конкурентні позиції. Водночас витратний підхід може бути корисним для оцінки матеріальних і нематеріальних активів, а також витрат на заміщення або відновлення бізнесу.

Використання комбінованого підходу дозволяє отримати комплексну оцінку, що враховує як внутрішні перспективи розвитку компанії, так і зовнішні ринкові умови. Наприклад, якщо компанія розробляє унікальний продукт, який

ще не приносить стабільного доходу, витратний підхід може допомогти оцінити вартість створених активів, тоді як ринковий підхід — спрогнозувати потенційну вартість на основі аналогів, а дохідний — врахувати майбутній фінансовий потік від комерціалізації продукту.

Оцінка вартості ІТ-компаній є складним процесом, що потребує врахування їхніх унікальних особливостей, таких як висока залежність від нематеріальних активів, швидка динаміка зростання, інноваційність та специфічні ринкові умови. Дохідний підхід є ключовим для оцінки перспектив генерування грошових потоків, враховуючи інвестиції в R&D, ризики технологічних змін і сезонні коливання. Ринковий підхід дозволяє інтегрувати ринкову кон'юнктуру та аналізувати позиції компаній-аналогів, зокрема через мультиплікатори та угоди. Витратний підхід, хоча й менш поширений, є корисним для оцінки вартості інтелектуальної власності, нематеріальних активів і розрахунку заміщувальної вартості.

Специфіка ІТ-компаній, така як висока масштабованість, залежність від ринкових трендів та конкуренція, зумовлює необхідність часто комбінувати підходи для отримання об'єктивної оцінки. Використання дохідного, ринкового та витратного підходів у комплексі дозволяє не лише врахувати внутрішні перспективи бізнесу, а й оцінити вплив зовнішніх факторів, створюючи повну картину вартості компанії. Такий багатогранний підхід забезпечує точність і надійність оцінки, що є важливим для прийняття стратегічних рішень інвесторами, власниками та іншими зацікавленими сторонами.

РОЗДІЛ 2

ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ НА ПРИКЛАДІ «EPAM UKRAINE»

2.1. Бізнес-діяльність, цільові ринки та конкурентні переваги компанії на IT-ринку

«EPAM Systems» — провідна міжнародна компанія, що спеціалізується на розробці програмного забезпечення, інтеграції цифрових рішень та інженерному консалтингу для широкого спектра галузей. Заснована в 1993 році в Білорусі, компанія швидко здобула популярність завдяки високоякісним рішенням і стала одним із лідерів у сфері IT. З головним офісом у США, «EPAM Systems» має представництва в понад 50 країнах світу, що дозволяє їй забезпечувати комплексні IT-рішення для клієнтів на глобальному рівні. Серед її клієнтів — багато компаній зі списків Fortune 500 та 1000.

«EPAM Systems» активно співпрацює з компаніями у фінансовому секторі, медіа, роздрібній торгівлі, охороні здоров'я, енергетиці та автомобілебудуванні. Її стратегія орієнтована на використання інноваційних підходів до розробки, зокрема, на впровадження сучасних технологій, таких як штучний інтелект, хмарні обчислення, блокчейн та машинне навчання. Завдяки поєднанню технічної експертизи, масштабованості рішень та гнучкості, компанія підтримує стійкі бізнес-моделі для своїх клієнтів.

Україна є одним із ключових центрів розвитку «EPAM Systems», де компанія має потужну команду з кількох тисяч фахівців. Український офіс EPAM працює з 2005 року і є одним із найбільших у Центрально-Східній Європі. З моменту повномасштабного вторгнення Росії в Україну у 2022 році, компанія продемонструвала стійкість та відданість своїм співробітникам і регіону, адаптуючи операційну діяльність до нових умов.

За даними звітності «EPAM Systems», станом на 31 березня 2024 року, загальна кількість співробітників «EPAM Systems» становила приблизно 52 800

осіб, з яких в українському офісі працювало понад 10 000 фахівців або 19% від загальної кількості співробітників компанії.

У відповідь на повномасштабне вторгнення Росії в Україну, «EPAM Systems» оголосила про повний вихід із російського ринку. У 2022 році компанія закрила свої офіси в Росії та припинила роботу з російськими клієнтами. Це рішення було прийнято з етичних міркувань і виявило підтримку Україні в її боротьбі за незалежність. EPAM також переорієнтувала ресурси, які раніше використовувалися в Росії, на розвиток в інших регіонах, зокрема в Україні, Центрально-Східній Європі та інших глобальних центрах.

Діяльність «EPAM Systems» в Україні, попри виклики війни, демонструє її гнучкість, здатність до адаптації та соціальну відповідальність. Завдяки своїй стратегії підтримки співробітників та активній участі в гуманітарних ініціативах, компанія залишається важливим гравцем на глобальному ринку ІТ і партнером для багатьох міжнародних корпорацій.

«EPAM Systems» пропонує комплексний набір послуг, які сприяють цифровій трансформації клієнтів, адаптації до швидкозмінного технологічного середовища та створенню конкурентних переваг на ринку.

Серед основних напрямків діяльності компанії «EPAM Systems» варто виділити наступні:

1. Розробка індивідуальних ІТ-рішень. Компанія створює кастомізовані програмні рішення, що враховують специфічні потреби кожного клієнта. Це охоплює розробку вебдодатків, мобільних платформ, корпоративних систем та інших ІТ-продуктів, спрямованих на автоматизацію бізнес-процесів.

2. Цифрова трансформація. EPAM допомагає клієнтам адаптуватися до цифрової епохи через впровадження інноваційних рішень, таких як автоматизація процесів, інтеграція цифрових платформ та розробка нових моделей бізнесу.

3. Інтеграція складних програмних систем. Компанія спеціалізується на об'єднанні різних ІТ-рішень у єдину екосистему, яка забезпечує безшовну інтеграцію даних, процесів та технологій.

4. Інженерний консалтинг. ЕРАМ надає послуги консалтингу, спрямовані на покращення технологічної інфраструктури компаній. Вона аналізує існуючі системи клієнтів, визначає ключові точки для вдосконалення та пропонує шляхи оптимізації.

5. Хмарні обчислення. Компанія допомагає клієнтам мігрувати до хмарних рішень, що забезпечує доступність, масштабованість та безпеку даних. Це включає інтеграцію платформ таких як Amazon Web Services (AWS), Google Cloud та Microsoft Azure.

6. Штучний інтелект і машинне навчання. ЕРАМ пропонує розробку інтелектуальних алгоритмів, що дозволяють аналізувати великі обсяги даних, прогнозувати поведінку споживачів та автоматизувати прийняття рішень.

7. Кібербезпека. Розробка стратегій для захисту даних клієнтів, виявлення загроз та мінімізація ризиків.

8. Аналітика великих даних. Компанія допомагає клієнтам збирати, аналізувати та використовувати великі обсяги інформації для підвищення ефективності бізнесу.

9. Підтримка інновацій. Впровадження сучасних рішень для розвитку нових продуктів, послуг та ринків.

Ключові особливості бізнесу компанії «ЕРАМ Systems» згруповані у таблиці 2.1.

Цільові ринки «ЕРАМ Systems» охоплюють Північну Америку, Європу, Азію, Австралію та Україну, що дозволяє компанії ефективно працювати з клієнтами у різних економічних та культурних умовах. У Північній Америці, яка є ключовим регіоном для компанії, ЕРАМ співпрацює з провідними корпораціями у галузях фінансових послуг, медіа, охорони здоров'я та ритейлу. У Європі компанія активно працює з організаціями у сфері промислового виробництва, енергетики та автомобілебудування, пропонуючи інноваційні ІТ-рішення для оптимізації бізнес-процесів. В Азії ЕРАМ спрямовує свої зусилля на стрімко зростаючі ринки, надаючи послуги для компаній у сфері високих

технологій, фінансового сектору та e-commerce, а в Австралії — співпрацює з клієнтами у сфері страхування та державного управління.

Таблиця 2.1

Особливості бізнесу компанії «EPAM Systems» [22]

Ключові особливості	Опис
Глобальна присутність	EPAM має понад 60,000 співробітників у більш ніж 50 країнах світу, що робить компанію глобальним лідером у сфері ІТ. Масштабована інфраструктура забезпечує ефективне управління проєктами будь-якого рівня складності, незалежно від регіону.
Гнучкість моделей співпраці	Компанія пропонує клієнтам три основні моделі роботи: офшорний підхід (розробка в країнах із нижчими витратами), оншорний підхід (робота в країні клієнта) та гібридний підхід, що поєднує переваги обох стратегій для оптимізації витрат і швидкості реалізації проєктів.
Інноваційна екосистема	EPAM активно інвестує у дослідження та розробки (R&D), співпрацює з провідними університетами світу для підтримки інновацій. Компанія підтримує стартапи та використовує сучасні технології, такі як штучний інтелект, блокчейн, машинне навчання та хмарні обчислення, забезпечуючи лідерство у сфері ІТ.
Стійкість до змін	EPAM продемонструвала здатність швидко адаптуватися до викликів, таких як пандемія COVID-19 та геополітична нестабільність. Компанія реорганізувала бізнес-моделі для збереження стабільності фінансових показників і розширення діяльності на нових ринках. Це включає відкриття нових офісів і підтримку віддаленої роботи.

Україна є важливим ринком для «EPAM Systems», водночас виступаючи ключовим центром розробки для глобальних клієнтів компанії. Тут компанія обслуговує великих міжнародних замовників у сферах фінансів, медіа, ритейлу та високих технологій. Окрім цього, EPAM співпрацює з українськими компаніями, сприяючи цифровій трансформації національного бізнесу. Завдяки широкому спектру послуг, включаючи розробку програмного забезпечення, консалтинг та інтеграцію систем, EPAM допомагає українським клієнтам адаптуватися до сучасних викликів та підвищувати їхню конкурентоспроможність як на внутрішньому, так і на міжнародному ринках. Також компанія бере активну участь у підтримці інноваційних ініціатив в Україні, сприяючи розвитку технологічної інфраструктури та співпраці з місцевими стартапами.

2.2. Аналіз вартості компанії «EPAM Ukraine»

Оцінка вартості компанії є складним процесом, що потребує використання різних підходів для врахування фінансових, операційних та ринкових аспектів діяльності підприємства. Основними підходами є метод дисконтування грошових потоків (DCF), який базується на прогнозуванні майбутніх фінансових потоків та їхній теперішній вартості, метод ринкових мультиплікаторів, що дозволяє оцінити компанію на основі її доходів і середніх показників у галузі, а також метод оцінки активів, який враховує матеріальну та нематеріальну вартість ресурсів підприємства. Оцінка компаній у сфері ІТ, таких як «EPAM Ukraine», передбачає врахування значної частки нематеріальних активів, включаючи людський капітал, інтелектуальну власність та технологічні інновації, що створює додаткові виклики та потребує інтеграції кількох методів для забезпечення точності результатів.

Оцінка вартості компанії «EPAM Ukraine» базується на глибокому аналізі фінансових показників, структури активів, рівня ліквідності та рентабельності. За період 2020–2023 років компанія демонструвала стабільне зростання доходів та активів, що є свідченням її ефективного управління та високої конкурентоспроможності (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Основні показники фінансової звітності компанії «EPAM Ukraine»

Рік	Дохід, млрд грн	Чистий прибуток, млрд грн	Активи, млрд грн	Зобов'язання, млрд грн
2020	10,445	0,942	6,068	1,565
2021	14,702	1,199	7,309	1,359
2022	20,213	3,443	10,555	1,168
2023	12,616	1,311	11,244	0,706

Джерело: Побудовано автором за даними порталу opendatabot.ua [6; 22]

Як видно з таблиці, дохід компанії зростав із 10,445 млрд грн у 2020 році до 20,213 млрд грн у 2022 році, проте у 2023 році відбулося суттєве зниження на 37,6%, до 12,616 млрд грн. Аналогічно, чистий прибуток у 2023 році скоротився до 1,311 млрд грн у порівнянні з 3,443 млрд грн у 2022 році. Незважаючи на ці

виклики, активи компанії продовжували зростати, досягнувши 11,244 млрд грн у 2023 році, що свідчить про значний запас фінансової стійкості. Водночас зобов'язання компанії знизилися до 0,706 млрд грн, що є найнижчим показником за аналізований період.

Дані, представлені в таблиці, підтверджують, що компанія мала динаміку стабільного зростання до 2022 року, проте вплив зовнішніх викликів у 2023 році позначився на зниженні доходів і чистого прибутку. Незважаючи на це, зростання активів і скорочення зобов'язань забезпечили фінансову стійкість компанії, що є важливим чинником для оцінки її вартості. Таким чином, фінансова звітність підтверджує здатність «ЕРАМ Україна» адаптуватися до змін у зовнішньому середовищі, зберігаючи значний рівень активів і низьке боргове навантаження, що позитивно впливає на її оцінку.

Ліквідність компанії знаходиться на високому рівні, що є ключовим фактором забезпечення її фінансової стабільності. Коефіцієнт поточної ліквідності становить 13,5, що вказує на здатність компанії повністю покривати короткострокові зобов'язання за рахунок наявних оборотних активів. Такий показник значно перевищує середньогалузевий стандарт, що підкреслює фінансову гнучкість компанії. Абсолютна ліквідність також є значною і складає 2,75, демонструючи високий рівень готовності компанії виконувати свої зобов'язання навіть за умов різкого зниження операційних доходів.

Високий рівень платоспроможності підтверджується мінімальним борговим навантаженням: коефіцієнт співвідношення позикових і власних коштів становить лише 0,08. Це свідчить про те, що компанія значною мірою фінансує свою діяльність за рахунок власного капіталу, а не залучених ресурсів, що значно знижує ризик втрати ліквідності у разі зміни ринкових умов. Коефіцієнт фінансової залежності на рівні 1,08 підтверджує збалансованість структури фінансування, оскільки позикові кошти становлять незначну частину активів.

Частка основних засобів у структурі активів є незначною (2,75%), що відповідає специфіці ІТ-компаній, для яких головним активом є людський

капітал. Така структура активів дозволяє компанії залишатися гнучкою у використанні ресурсів, зосереджуючи основні інвестиції на розвитку інтелектуальних продуктів і послуг. Дані про основні показники фінансового стану компанії наведено у таблиці 2.3.

Таблиця 2.3

**Основні показники фінансового стану «ЕРАМ Ukraine»
за підсумками 2023 року**

Група	Показник	Значення
Показники оцінки стану основних засобів	Частка основних засобів в активах підприємства	2,75 %
Ліквідність	Коефіцієнт поточної (загальної) ліквідності	13,5
	Абсолютна ліквідність (платоспроможність)	2,75
Оцінка фінансової стійкості	Коефіцієнт фінансової залежності	1,08
	Коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів	0,08
Поточна платоспроможність	Поточна платоспроможність	248 401 грн
Оцінка рентабельності	Рентабельність продукції	19,95 %

Джерело: Побудовано автором за даними порталу opendatabot.ua [6; 22]

Представлені показники свідчать про високий рівень фінансової стійкості та ліквідності компанії. Мінімальне боргове навантаження разом із високими коефіцієнтами ліквідності забезпечують стабільність її фінансового стану навіть за умов зовнішніх викликів. Висока платоспроможність дозволяє компанії ефективно реагувати на ринкові зміни та підтримувати конкурентоспроможність. Таким чином, фінансова структура компанії є надійною основою для її довгострокового розвитку та інвестиційної привабливості.

Метод дисконтування грошових потоків (DCF) є одним із ключових інструментів для оцінки вартості компаній, особливо у галузі з високим рівнем інноваційності, такий як ІТ. Цей метод базується на прогнозуванні майбутніх грошових потоків та приведенні їх до теперішньої вартості із застосуванням

ставки дисконтування. Він дозволяє врахувати як поточний фінансовий стан, так і перспективи розвитку компанії в майбутньому. Особливістю використання DCF для компаній у сфері IT є необхідність врахування високої волатильності доходів, залежності від макроекономічних умов і геополітичних ризиків. На основі фінансових показників «EPAM Ukraine» за 2020–2024 роки, метод дозволяє оцінити теперішню вартість компанії з урахуванням її стабільності та здатності генерувати прибутки у довгостроковій перспективі.

Ставка дисконтування у 15% була обрана на основі комплексного аналізу макроекономічних та галузевих факторів. Основними аргументами для вибору такого рівня є наступні:

1. Ризик країни. Україна має підвищений рівень ризику, пов'язаний з геополітичною ситуацією, військовим конфліктом та економічною нестабільністю. Згідно з даними Світового банку та рейтингових агентств (Fitch, Moody's), ризикова премія для інвестицій в Україні знаходиться на рівні 6-8%, що суттєво впливає на ставку дисконтування.

2. Галузеві ризики. IT-сектор, незважаючи на високий рівень глобального попиту, піддається значній волатильності. Залежність компаній від контрактів із великими клієнтами та циклічність технологічних інновацій додають ще близько 3-4% до премії за ризик.

3. Безризикова ставка. Ставка дохідності за довгостроковими державними облігаціями США, яка традиційно використовується як орієнтир для безризикових інвестицій, у 2023 році становить близько 4%. Це значення слугує базою для розрахунку загальної ставки дисконтування.

4. Премія за низьку ліквідність. Зважаючи на регіональні обмеження для українських компаній щодо доступу до міжнародних фінансових ринків, до ставки додається премія за низьку ліквідність у розмірі 1-2%. Відповідно до методичних рекомендацій [18], премія за ліквідність визначається як добуток періоду ліквідності конкретного об'єкта інвестування на середню річну норму дохідності інвестиційного об'єкта з абсолютною ліквідністю, поділений на 360 днів.

Таким чином, загальна ставка дисконтування розраховуватиметься за формулою (1).

Загальна ставка дисконтування = безризикова ставка + премія за ризик країни + галузева премія за ризик + премія за ліквідність (1)

Таким чином, обрана ставка у 15% є обґрунтованою і враховує специфічні ризики як для країни, так і для галузі.

Прогноз чистого фінансового результату базується на аналізі минулих даних. Як видно з рисунку 2.1, компанія демонструвала значну волатильність фінансових результатів.



Рис. 2.1. Динаміка чистого фінансового результату компанії ЕРАМ Ukraine» у першому кварталі 2020 – третьому кварталі 2024 років та прогноз на вісім наступних кварталів

Джерело: Побудовано автором за даними фінансової звітності ЕРАМ Ukraine» [6; 22]

Однак у середньостроковій перспективі прогнозується стабілізація чистого прибутку на рівні 12–14 млн доларів США, що відображає адаптивність компанії до складних умов. Підставляючи наведені дані у формулу (2), отримаємо теперішню вартість компанії.

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$

де CF_t – прогнозований чистий прибуток, r – ставка дисконтування (вибрано 15%), n – кількість років у прогнозному періоді.

Розрахунок теперішньої вартості з урахуванням цих показників дозволяє оцінити компанію у межах 15–17 млрд грн, що підтверджує її стійкість до макроекономічних змін та конкурентну позицію в ІТ-секторі.

Наступний метод оцінки вартості компанії є метод ринкових мультиплікаторів, який базується на порівнянні компанії з іншими ІТ-компаніями у схожих регіонах. Для ІТ-компаній у Східній Європі середній мультиплікатор «ціна/дохід» (P/S) становить приблизно 2,5 [37]. Це означає, що ринкова вартість компанії оцінюється як 2,5-кратний її річний дохід.

Таким чином вартість компанії за методом ринкових мультиплікаторів оцінюється за такою формулою (3).

$$\text{Вартість} = \text{Дохід} \times \text{Мультиплікатор} \quad (3)$$

Звідси, для 2023 року: Вартість = $8,9 \times 2,5 = 22,3$ млн дол США

Метод оцінки активів (Adjusted Book Value) є одним із найбільш традиційних підходів, який базується на аналізі балансу компанії. Він враховує загальну вартість активів компанії з вирахуванням її зобов'язань, що дозволяє визначити чисту вартість активів, або, іншими словами, власний капітал. Цей підхід особливо важливий для оцінки стабільності компанії, оскільки він демонструє, наскільки компанія може покрити свої зобов'язання за рахунок наявних ресурсів.

Станом на 2023 рік, активи компанії «ЕРАМ Ukraine» складають 11,244 млрд грн, а зобов'язання – 0,706 млрд грн. Різниця між цими показниками визначає чисту вартість активів, яка становить 10,538 млрд грн. Для більшої зручності оцінки, перерахунок у долари США (за середнім валютним курсом 36,6 грн/дол у 2023 році) дає змогу оцінити вартість компанії у 287,9 млн дол США.

Цей показник свідчить про значну фінансову стійкість компанії, адже рівень зобов'язань є досить низьким порівняно з активами. Додатково слід зазначити, що низький рівень боргового навантаження (лише 19,3 млн дол зобов'язань) дозволяє

компанії спрямовувати більшу частину своїх ресурсів на інвестиції у розвиток, інновації та зміцнення ринкових позицій.

Метод Adjusted Book Value також забезпечує точне уявлення про ліквідність та платоспроможність компанії, особливо у порівнянні з іншими учасниками ринку. Однак цей метод є більш релевантним для оцінки материнської компанії «EPAM Systems», оскільки він враховує загальну вартість активів і зобов'язань усієї корпорації, а не окремого регіонального офісу, такого як український. Використання цього методу для оцінки материнської компанії є обґрунтованим, оскільки він показує реальну базову вартість компанії, що не залежить від ринкових коливань чи суб'єктивних оцінок.

Оцінка вартості компанії на основі ринкової ціни акцій є одним із ключових методів, що дозволяє визначити ринкову капіталізацію компанії з урахуванням ринкових умов. Цей підхід базується на середній кількості акцій у обігу та їхній ринковій вартості. Для материнської компанії «EPAM Systems» середня ціна акцій у 2023 році склала 263,15 доларів США (рис. 2.2). Використання цього підходу дозволяє оцінити капіталізацію на рівні всієї корпорації, а не її окремого підрозділу, такого як офіс в Україні, що є важливим для аналізу глобальної конкурентоспроможності.

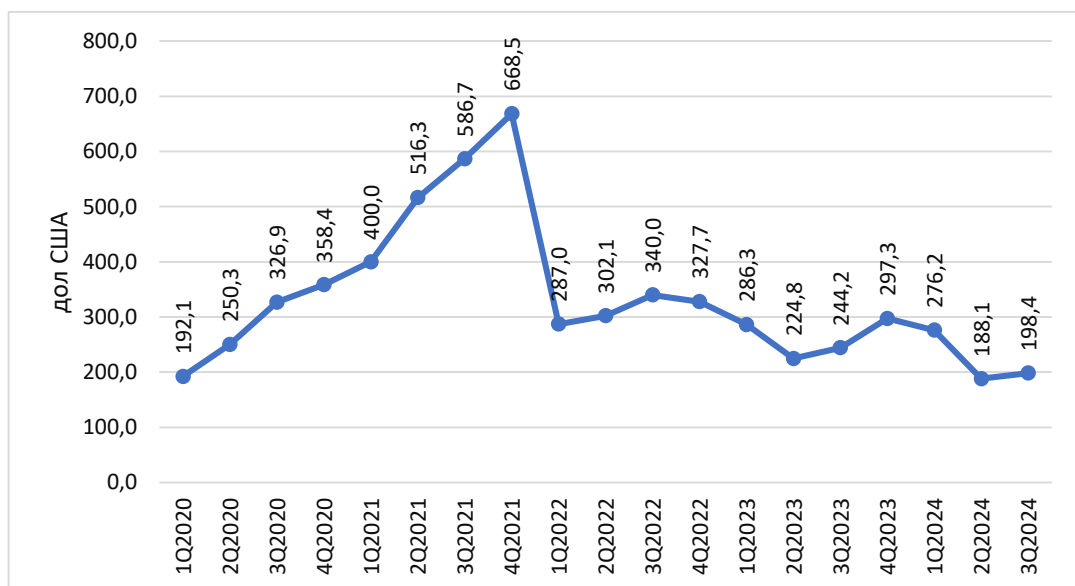


Рис. 2.2. Динаміка ціни акцій «EPAM Systems» у першому кварталі 2020 – третьому кварталі 2024 років

Джерело: Побудовано автором за даними [31]

Так, зважаючи на те, що середня ціна акцій ««EPAM Systems» » у 2023 році становила 263,15 дол США, а середня кількість акцій в обігу 54,8 млн розрахунків ринкової капіталізації виглядає так: $263,15 \times 54,8 = 14,42$ млрд дол. США.

Порівнюючи вартість українського офісу «EPAM Ukraine» із вартістю материнської компанії ««EPAM Systems» », можна зробити висновок, що український підрозділ, згідно з розрахунками, оцінюється приблизно у 287,9 млн доларів США на основі методу Adjusted Book Value, тоді як загальна ринкова капіталізація ««EPAM Systems» » складає близько 14,42 млрд доларів США на основі середньої ціни акцій та кількості акцій в обігу. Ці цифри демонструють значний масштаб і глобальну вагу материнської компанії у порівнянні з її українським офісом, який, однак, має стратегічне значення для корпоративного ландшафту завдяки своїм кадровим і технологічним ресурсам. Для забезпечення повноти оцінки вартості компанії важливо також проаналізувати фактори ризику, які впливають на кінцеву вартість, враховуючи геополітичні, економічні та галузеві аспекти, що буде розглянуто в наступному параграфі.

2.3. Оцінка факторів ризику, які впливають на кінцеву вартість компанії

Оцінка кінцевої вартості компанії є складним багатофакторним процесом, особливо у випадку компаній ІТ-сектору, таких як «EPAM Ukraine», які працюють у нестабільному економічному середовищі. Вартість компанії формується під впливом як внутрішніх, так і зовнішніх чинників, що включають макроекономічні умови, ринкову динаміку та внутрішні фінансові показники. У таких умовах важливим є не лише аналіз поточних фінансових результатів, а й здатність ідентифікувати ключові фактори ризику, які можуть вплинути на довгострокову стабільність і прибутковість компанії. Для «EPAM Ukraine» особливе значення мають такі аспекти, як геополітична ситуація, валютна стабільність, загальні економічні тенденції в Україні, а також глобальний попит на ІТ-продукти. Високий рівень залежності від експорту ІТ-послуг і значна

частка доходів у іноземній валюті підвищують чутливість компанії до змін у зовнішньому середовищі. Регресійний аналіз у цьому випадку є основним інструментом для оцінки сили та напряму впливу окремих факторів на кінцеву вартість компанії.

Вибір факторів для аналізу базується на їхньому значенні для ІТ-сектора та специфіці українського економічного середовища,

1. Індекс споживчих цін (ІСЦ, %). ІСЦ визначає рівень інфляції в економіці, який має прямий вплив на витрати компанії та купівельну спроможність клієнтів. Високий рівень інфляції може зменшити маржинальність бізнесу через зростання витрат на матеріали, зарплати та інші операційні витрати. У 2022-2023 роках ІСЦ в Україні коливався в межах значень, які перевищують середньосвітові показники, що додає ризиків для стабільності фінансових потоків.

2. Валютний курс (грн/дол). Для ІТ-компаній, які отримують більшу частину доходів у доларах США, валютний курс є критичним фактором. Коливання курсу впливають на конвертацію доходів у національну валюту, що безпосередньо відображається на звітності. Зміцнення гривні може зменшити номінальну вартість доходів, тоді як девальвація створює ризики для купівельної спроможності клієнтів.

3. Валовий внутрішній продукт (ВВП, млрд дол США). Динаміка ВВП відображає загальний рівень економічної активності в країні. Зростання ВВП свідчить про поліпшення економічних умов, які сприяють збільшенню попиту на ІТ-послуги. Навпаки, скорочення ВВП створює ризики зниження замовлень від локальних клієнтів та скорочення інвестицій у технології.

4. Експорт ІТ-послуг. Експорт є ключовим драйвером для ІТ-компаній в Україні, включаючи «ЕРАМ Ukraine». Високі показники експорту ІТ-послуг свідчать про конкурентоспроможність галузі на міжнародному ринку. Будь-які зміни у глобальному попиті на ІТ-продукти чи послуги, регуляторні обмеження або ускладнення логістики можуть суттєво вплинути на дохід компанії.

5. Geopolitical risk (GPR) index. Геополітичні ризики, відображені у GPR index, мають значний вплив на інвестиційну привабливість компанії. Підвищення рівня геополітичних ризиків, як-от воєнні дії, знижує впевненість клієнтів і партнерів у стабільності бізнесу. В умовах війни в Україні цей фактор є одним із ключових для аналізу.

6. Чистий фінансовий результат (млн дол США). Чистий фінансовий результат є залежною змінною в регресійній моделі, яка дозволяє оцінити вплив зазначених факторів. Зниження чистого прибутку може вказувати на складні економічні умови, тоді як його зростання сигналізує про ефективність управління і збереження рентабельності.

7. Рентабельність активів (ROA, %). ROA відображає ефективність використання активів компанії для генерації прибутку. Високі значення цього показника свідчать про успішну стратегію інвестицій і управління ресурсами. Зниження ROA може свідчити про погіршення умов бізнесу або неефективне використання активів.

8. Рентабельність власного капіталу (ROE, %). ROE є індикатором ефективності використання власного капіталу. Показник є важливим для інвесторів, оскільки він показує, наскільки прибутковими є їхні вкладення. Зниження ROE може вказувати на посилення ризиків або зниження ефективності бізнесу.

Значення обраних факторів ризику та вартість акцій компанії ЕРАМ відображено в таблиці 2.4.

Використовуючи програмно-аналітичні можливості MS Excel проведемо регресійний аналіз впливу факторів ризику на формування кінцевої вартості компанії «ЕРАМ Systems» та її українського офісу «ЕРАМ Ukraine». Результати регресійного аналізу відобразимо у додатку А.

Дані додатку А свідчать про високу пояснювальну здатність моделі (R Square становить 0,9210), де 92,1% варіації залежної змінної пояснюється незалежними змінними. Adjusted R Square на рівні 0,8577 підтверджує якість

моделі навіть після коригування на кількість факторів. Значення Significance F дорівнює 0,00014, що вказує на статистичну значущість моделі в цілому.

Таблиця 2.4

**Динаміка факторів ризику, що впливають на кінцеву вартість компанії
«EPAM Systems» та її українського офісу «EPAM Ukraine» у першому
кварталі 2020 – третьому кварталі 2024 року**

	Ціна акцій EPAM, дол США	ІСЦ, %	Валютний курс, грн/дол	ВВП, млрд дол США	Експорт ІТ	Geopolitical risk (GPR) index	Чистий фінансовий результат, млн дол США	ROA, %	ROE, %
Умовні позначення	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	X ₈
1Q2020	192,1	0,7	26,4	32,5	1180,0	98,6	7,0	3,1	11,9
2Q2020	250,3	2,0	26,7	32,9	1159,0	69,7	8,8	3,9	15,0
3Q2020	326,9	1,7	28,0	41,9	1257,0	70,8	15,0	6,9	26,8
4Q2020	358,4	5,0	28,2	46,5	1430,0	70,1	11,0	5,1	19,8
1Q2021	400,0	4,1	27,8	36,7	1444,0	76,7	17,5	6,6	8,2
2Q2021	516,3	6,4	27,2	43,4	1605,0	85,1	23,7	8,8	10,9
3Q2021	586,7	7,5	26,7	56,6	1789,0	76,2	22,2	8,1	10,0
4Q2021	668,5	10,0	27,2	63,8	2105,0	90,3	11,6	4,3	5,3
1Q2022	287,0	7,6	29,3	37,3	1999,0	224,6	13,9	3,9	4,1
2Q2022	302,1	17,4	29,3	35,2	1743,0	154,7	18,9	5,4	5,6
3Q2022	340,0	21,8	36,6	40,0	1741,0	127,3	54,8	23,2	19,9
4Q2022	327,7	26,6	36,6	45,3	1866,0	123,7	13,1	5,0	4,6
1Q2023	286,3	3,0	36,6	37,3	1675,0	110,2	11,9	3,8	4,0
2Q2023	224,8	4,6	36,6	40,0	1702,0	108,6	6,7	2,1	2,2
3Q2023	244,2	3,0	36,6	48,6	1646,0	102,4	6,5	2,0	2,0
4Q2023	297,3	5,1	37,1	52,1	1704,0	165,5	10,5	4,6	4,3
1Q2024	276,2	1,2	38,7	57,9	1590,0	146,3	11,4	3,9	4,2
2Q2024	188,1	4,3	40,5	64,7	1617,0	134,8	9,2	3,3	3,5
3Q2024	198,4	6,5	41,2	65,3	1695,0	123,3	11,0	4,1	4,4

Джерело: Побудовано автором за даними фінансової звітності компанії [22; 31], Національного банку України [17].

Аналіз окремих змінних показав, що валютний курс (P-value = 0,001) є найбільш значущим фактором. Негативний коефіцієнт (-17,618) свідчить про те, що підвищення курсу гривні до долара на одиницю призводить до зниження

залежної змінної на 17,618, що вказує на високу залежність компанії від валютної стабільності.

Експорт ІТ (P-value = 0,007) також має високий рівень значущості. Коефіцієнт 0,349 демонструє, що кожне додаткове зростання експорту ІТ на одиницю сприяє збільшенню залежної змінної, підкреслюючи важливість міжнародного ринку для бізнес-моделі компанії.

Geopolitical risk (GPR) index (P-value = 0,008) є значущим негативним фактором. Коефіцієнт -1,401 свідчить, що підвищення геополітичного ризику зменшує значення залежної змінної, відображаючи нестабільність зовнішнього середовища, в якому працює компанія.

Валовий внутрішній продукт (ВВП, млрд дол США) показав P-value = 0,059, що близьке до порогового значення. Коефіцієнт 3,508 свідчить про позитивний вплив зростання економічної активності в країні на залежну змінну, хоча статистична значущість цього фактора є обмеженою.

Таким чином, спрощене рівняння регресії, враховуючи значущі фактори та ВВП як наближений до порогового значення, матиме вигляд (4):

$$Y = 319,813 - 17,618 \cdot X_2 + 3,508 \cdot X_3 + 0,349 \cdot X_4 - 1,401 \cdot X_5 \quad (4)$$

де:

- X_2 — валютний курс (грн/дол),
- X_3 — ВВП, млрд дол США,
- X_4 — експорт ІТ, млрд дол США
- X_5 — Geopolitical risk (GPR) index.

Отримані результати підкреслюють важливість валютного курсу, експорту ІТ, геополітичного ризику та економічної активності (ВВП) як ключових факторів, які визначають кінцеву вартість компанії.

На основі наведеного аналізу можна стверджувати, що найбільш значущим фактором ризику, який вплинув на кінцеву вартість компанії, є геополітичний чинник. Він став вирішальним у зв'язку з виходом компанії з російського ринку після початку повномасштабного вторгнення Росії в Україну. Як видно з даних,

падіння вартості акцій компанії «EPAM Systems» » розпочалося у першому кварталі 2022 року, коли геополітичний ризик досяг рекордного значення 224,6.

На рисунку 2.3 чітко видно, що до 2021 року вартість акцій демонструвала стабільне зростання, досягнувши пікових значень у 668,5 доларів США в четвертому кварталі 2021 року. Однак у першому кварталі 2022 року, на тлі зростання геополітичного ризику, ціна акцій знизилася до 287 доларів США, що свідчить про значний вплив цього чинника на ринкову капіталізацію компанії.

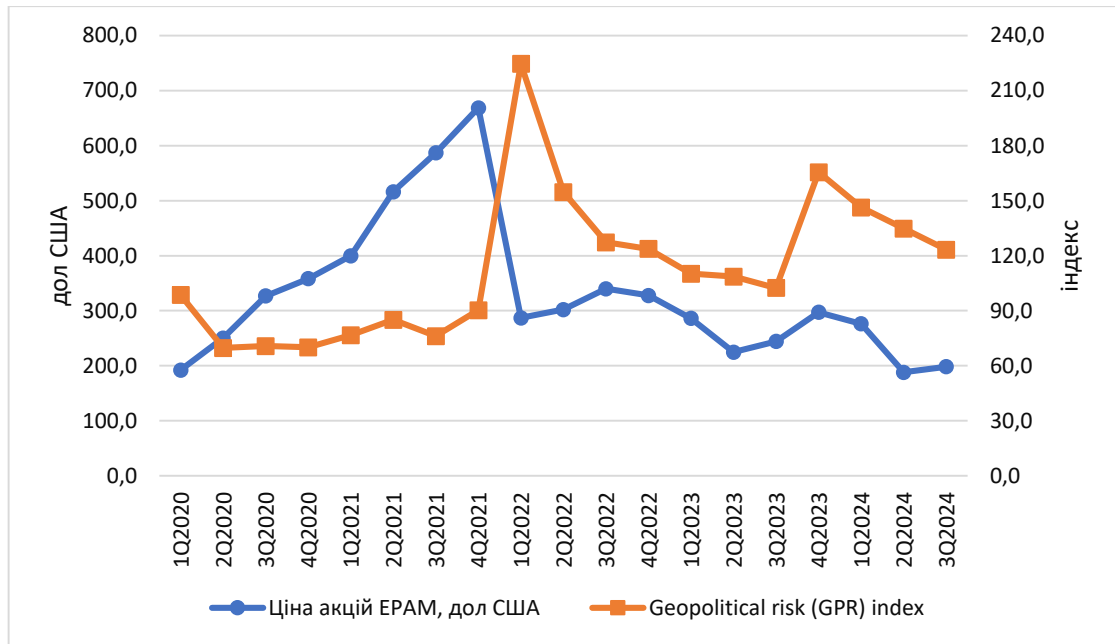


Рис. 2.3. Динаміка ціни акцій компанії «EPAM Systems» » та геополітичного ризику у першому кварталі 2020 – третьому кварталі 2024 року

Джерело: Побудовано автором за даними фінансової звітності компанії [22; 31], Національного банку України [17].

Динаміка після 2022 року також демонструє збереження негативного тренду внаслідок продовження геополітичної нестабільності, попри певне покращення показника GPR у другому та третьому кварталах 2023 року. Отже, геополітичний фактор є критичним ризиком для компанії, що підтверджує необхідність постійного моніторингу та адаптації до змін у глобальному середовищі.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ ІТ-СЕКТОРУ

Підвищення вартості компанії у сфері ІТ є багатофакторним завданням, що враховує як внутрішні, так і зовнішні аспекти функціонування бізнесу. На основі проведеного аналізу «ЕРАМ Ukraine» можна зробити висновок, що ключовими викликами для компанії залишаються волатильність фінансових показників, зумовлена зовнішніми ризиками, а також високий рівень геополітичної нестабільності. Незважаючи на це, компанія демонструє високий рівень фінансової стійкості, низьке боргове навантаження та значну ліквідність. Зокрема, сильні позиції на міжнародних ринках, акцент на інноваціях і розвиток людського капіталу залишаються стратегічними перевагами. Для компаній, подібних до «ЕРАМ Ukraine», важливо розробляти комплексні стратегії, що враховують результати регресійного аналізу впливу факторів ризику, інструменти фінансового управління та необхідність посилення операційної ефективності. Враховуючи специфіку ІТ-сектору, основними напрямками підвищення вартості компанії є оптимізація фінансових процесів, розширення ринкової присутності, інтеграція інноваційних технологій, покращення управління ризиками та розвиток людського капіталу.

Що ж стосується оптимізації фінансового управління, першочерговим напрямом для підвищення вартості компанії є забезпечення фінансової стійкості, що ґрунтується на оптимальному балансі між власним і позиковим капіталом. Для компаній ІТ-сектору, таких як «ЕРАМ Ukraine», низьке боргове навантаження є однією з ключових переваг, яка знижує ризики втрати ліквідності та підвищує стійкість у нестабільному економічному середовищі. Скорочення зобов'язань, що досягається через зниження використання позикових ресурсів, дозволяє зменшити залежність від зовнішнього фінансування та зберегти фінансову гнучкість, що створює умови для ефективнішого управління капіталом та реагування на непередбачувані ринкові зміни.

Таблиця 3.1

Напрями підвищення вартості компанії ІТ-сектору

Напрямок	Ключові заходи
Оптимізація фінансового управління	Зниження боргового навантаження; реінвестування прибутків; оптимізація структури витрат.
Диверсифікація ринків і клієнтів	Вихід на нові ринки; адаптація послуг до локальних умов; зменшення залежності від окремих клієнтів.
Інноваційний розвиток	Інвестиції в R&D; інтеграція технологій (AI, блокчейн); розширення патентного портфеля; співпраця з університетами та стартапами.
Цифрова трансформація	Впровадження автоматизації; використання аналітичних інструментів; оптимізація внутрішніх процесів.
Управління ризиками	Розробка антикризових сценаріїв; підвищення кібербезпеки; адаптація до змін регуляторного середовища.
Розвиток людського капіталу	Інвестиції у професійний розвиток працівників; створення мотиваційних програм; залучення талантів.
Зміцнення бренду	Використання цифрового маркетингу; участь у міжнародних заходах; створення кейсів успішних проєктів; підвищення репутації через інноваційність продуктів.

Джерело: Складено автором за даними [40; 11; 4]

Важливим заходом у межах оптимізації фінансового управління є збільшення частки власного капіталу через реінвестування прибутків. Цей підхід дозволяє спрямовувати отримані доходи у розвиток стратегічно важливих напрямків: розширення ринкової присутності, створення інноваційних продуктів і посилення репутації бренду. Наприклад, реінвестування у розвиток хмарних обчислень, штучного інтелекту або автоматизацію процесів може забезпечити зростання довгострокової прибутковості та зміцнення позицій компанії на глобальному ринку. Додатково рекомендується створення резервного фонду, який сприятиме підвищенню фінансової стійкості під час економічних коливань.

Паралельно з цим, необхідно оптимізувати структуру витрат, фокусуючись на операційній ефективності. Зменшення непродуктивних витрат та впровадження сучасних інструментів фінансового контролю дозволить підвищити рентабельність операційної діяльності. Важливим аспектом є оптимізація витрат на персонал за рахунок підвищення продуктивності праці через навчання, автоматизацію рутинних завдань та залучення нових технологій. Таким чином, оптимізація фінансового управління не лише покращує поточні

фінансові показники, але й створює передумови для стійкого зростання вартості компанії у довгостроковій перспективі.

Зменшення залежності від окремих регіонів або клієнтів є стратегічно важливим напрямом для підвищення стійкості доходів і зниження ризиків, особливо для компаній, що працюють у високодинамічному середовищі, як-от ІТ-сектор. У випадку «EPAM Ukraine», що має широку клієнтську базу та глобальну присутність, особливу увагу слід приділити активному виходу на нові регіональні ринки, які демонструють високий попит на цифрові послуги. Це включає розширення присутності в країнах Азії, Латинської Америки та Близького Сходу, де зростає попит на інноваційні ІТ-рішення, такі як штучний інтелект, хмарні обчислення та автоматизація бізнес-процесів. Водночас важливо розробляти регіональні стратегії, які враховують локальні економічні, культурні та регуляторні особливості, що дозволить краще адаптувати послуги компанії до потреб клієнтів.

Окрім географічної диверсифікації, необхідно фокусуватися на зменшенні залежності від великих корпоративних клієнтів, що знижує вплив окремих контрактів на загальний фінансовий стан компанії. Це можна досягти через залучення малого та середнього бізнесу як нового сегмента клієнтів, що забезпечить широку клієнтську базу та більш рівномірний розподіл доходів. У цьому контексті варто також інвестувати в розробку спеціалізованих ІТ-рішень, спрямованих на конкретні галузі, такі як охорона здоров'я, освіта або енергетика, які є перспективними ринками. Таким чином, диверсифікація ринків і клієнтів не лише знижує ризики, але й сприяє довгостроковому зростанню компанії, відкриваючи нові джерела доходів і розширюючи її конкурентні переваги.

Інвестиції в дослідження і розробки (R&D) є одним із найважливіших напрямів забезпечення довгострокового зростання вартості компанії в ІТ-секторі. Компаніям, таким як «EPAM Ukraine», важливо активно інтегрувати новітні технології, серед яких штучний інтелект, блокчейн, хмарні обчислення, великі дані та машинне навчання. Впровадження цих технологій дозволяє створювати інноваційні продукти та послуги, які відповідають сучасним

вимогам ринку, а також розширювати спектр пропозицій для клієнтів. Особливо важливим є розвиток унікальних технологічних рішень, що забезпечують конкурентні переваги та дозволяють компанії виділитися серед інших учасників ринку.

Ключовою складовою інноваційного розвитку є створення екосистеми співпраці з університетами, науковими центрами та стартапами. Така взаємодія дозволяє не лише залучати таланти, але й інтегрувати передові ідеї у виробничі процеси компанії. Інвестиції у розвиток інтелектуальної власності, зокрема розширення портфеля патентів, сприяють зміцненню позицій компанії на глобальному ринку. Водночас рекомендується зосередитися на розробці власних унікальних продуктів, які забезпечать нові джерела доходів і створять додаткову цінність для клієнтів. Створення таких продуктів, орієнтованих на специфічні потреби різних галузей, дозволить компанії зміцнити її репутацію як лідера у сфері технологічних інновацій.

Впровадження цифрових рішень у внутрішні процеси та управління проєктами є ключовим чинником підвищення ефективності операційної діяльності, що безпосередньо впливає на зростання вартості компанії. Для компаній ІТ-сектору, таких як «EPAM Ukraine», цифровізація бізнес-процесів дозволяє значно скоротити витрати часу та ресурсів, підвищити продуктивність праці, а також зменшити ризик людських помилок. Наприклад, автоматизація фінансових, адміністративних і проєктних процесів за допомогою систем управління ресурсами (ERP) та штучного інтелекту може забезпечити більшу прозорість у роботі та покращити взаємодію між відділами компанії.

Крім того, використання аналітичних інструментів і машинного навчання для управління великими обсягами даних дозволяє покращити точність прогнозів, що сприяє прийняттю більш обґрунтованих управлінських рішень. Це також допомагає скоротити час виходу на ринок нових продуктів, оптимізуючи процеси розробки та тестування програмного забезпечення. Впровадження цифрових рішень також створює умови для покращення якості послуг, адже автоматизація допомагає більш точно відповідати потребам клієнтів. Таким

чином, цифрова трансформація операційної діяльності сприяє не лише скороченню витрат, але й підвищенню інноваційного потенціалу компанії, що є основою для її довгострокового розвитку та конкурентної переваги.

Управління ризиками є важливим елементом забезпечення стійкості та довгострокового розвитку компаній ІТ-сектору, зокрема таких як «ЕРАМ Ukraine». У сучасних умовах компанії стикаються з численними викликами, серед яких геополітична нестабільність, економічна невизначеність, а також швидкі зміни в технологічному середовищі. Для ефективного управління ризиками компаніям необхідно розробляти багаторівневі сценарії реагування на кризові ситуації, які передбачають детальні плани дій для зменшення негативного впливу на операційну діяльність і фінансові результати. Особливу увагу слід приділити оцінці впливу таких факторів, як геополітичні конфлікти, економічні санкції, зміни в податковому законодавстві, а також коливання валютних курсів, які значно впливають на прибутковість компаній з міжнародною присутністю.

Окремим напрямом управління ризиками є посилення кібербезпеки та захисту даних, які є критично важливими активами для компаній ІТ-сектору. Це передбачає впровадження передових систем захисту інформації, регулярний аудит кіберзагроз і навчання персоналу основам кібергігієни. Водночас слід розробляти стратегії адаптації до глобальних змін, таких як регуляторні реформи, нові стандарти конфіденційності або енергетичні кризи, що впливають на операційні витрати та стратегії розвитку. Ефективне управління ризиками дозволяє компанії не лише мінімізувати негативні наслідки, але й швидко адаптуватися до нових умов, зберігаючи конкурентоспроможність та інвестиційну привабливість у мінливому середовищі.

Людський капітал є ключовим активом, що визначає успіх і конкурентоспроможність компаній ІТ-сектору. Для таких компаній, як «ЕРАМ Ukraine», інвестиції у розвиток працівників є стратегічним пріоритетом. Це включає регулярне навчання персоналу сучасним технологіям, сертифікацію в провідних галузевих програмах, а також організацію внутрішніх тренінгів і

воркшопів. Підвищення кваліфікації працівників дозволяє забезпечити відповідність їхніх навичок новим вимогам ринку, підвищуючи експертизу команд.

Важливим напрямом є створення мотиваційного середовища, яке стимулює залучення працівників. Це передбачає не лише конкурентні фінансові стимули, але й розвиток нематеріальних факторів, таких як можливості кар'єрного росту, участь у цікавих проєктах, гнучкі умови праці та позитивна корпоративна культура. Крім того, слід активно залучати таланти з різних регіонів, створюючи умови для їхньої інтеграції в робочі процеси. Це допоможе компанії формувати високоефективні команди, здатні розробляти інноваційні продукти й послуги, що відповідають найвищим стандартам якості. Ефективний розвиток людського капіталу не лише сприяє зміцненню репутації компанії, але й дозволяє забезпечити її стійке зростання у довгостроковій перспективі.

У сучасних умовах глобальної конкуренції бренд компанії відіграє ключову роль у залученні нових клієнтів, партнерів і талантів. Для «ЕРАМ Ukraine» та інших компаній ІТ-сектору особливу важливість має підвищення впізнаваності бренду як на локальних, так і на міжнародних ринках. Це включає створення комплексної маркетингової стратегії, яка охоплює цифровий маркетинг, PR-кампанії та участь у міжнародних конференціях і виставках. Зокрема, цифровий маркетинг дозволяє компанії ефективно комунікувати з цільовою аудиторією, використовуючи такі канали, як соціальні мережі, e-mail розсилки та SEO-оптимізований контент.

Важливим елементом маркетингової стратегії є демонстрація експертизи компанії через створення кейсів успішної реалізації проєктів. Це дозволяє потенційним клієнтам побачити конкретні приклади результатів, які вони можуть отримати, співпрацюючи з компанією. Крім того, участь у міжнародних галузевих заходах не лише сприяє зміцненню бренду, але й дозволяє обмінюватися досвідом з іншими лідерами галузі, встановлювати нові партнерства та демонструвати інноваційні рішення. Посилення бренду сприяє тому, що компанія сприймається як провідний гравець у своїй ніші, що

позитивно впливає на її репутацію, залучення клієнтів і, зрештою, на ринкову вартість.

Умови воєнного стану в Україні, спричинені повномасштабним вторгненням Росії, стали серйозним викликом для «EPAM Ukraine». Компанія була змушена адаптувати свою діяльність до надзвичайних обставин, зокрема через релокацію працівників та офісів. Для забезпечення безпеки співробітників компанія організувала евакуацію команд з найбільш небезпечних регіонів до західних областей України та за кордон. Було впроваджено гнучкі умови роботи, що дозволило працівникам виконувати свої обов'язки навіть у складних умовах. Крім того, компанія активно підтримувала співробітників і їхні родини через надання матеріальної, психологічної та юридичної допомоги, а також адаптацію робочих процесів до воєнних умов.

У той же час «EPAM Ukraine» зіткнулася з новими викликами, такими як мобілізація частини працівників до лав Збройних Сил України. Компанія підтримала мобілізованих співробітників, зберігши за ними робочі місця та забезпечуючи допомогу їхнім родинам. Попри ці обставини, компанія змогла зберегти основні бізнес-процеси та продовжити виконання проєктів для міжнародних клієнтів, демонструючи високий рівень організаційної стійкості. Адаптація до викликів воєнного стану стала для «EPAM Ukraine» важливим фактором збереження конкурентних позицій на глобальному ринку IT-послуг.

Підвищення вартості компанії IT-сектору, такої як «EPAM Ukraine», потребує інтегрованого підходу, що враховує специфіку ринку, внутрішні виклики та глобальні ризики. На основі проведеного аналізу пропонується оптимізація фінансового управління як першочерговий напрямок. Зниження боргового навантаження та підвищення частки власного капіталу дозволить компанії зберігати гнучкість у непередбачуваних умовах. Крім того, реінвестування прибутків у стратегічні напрями, такі як інновації та розширення ринкової присутності, забезпечить довгострокове зростання вартості. Оптимізація витрат через автоматизацію процесів та впровадження сучасних

аналітичних інструментів дозволить підвищити операційну ефективність і рентабельність.

Диверсифікація ринків і клієнтської бази є ключовим напрямом для зменшення ризиків та стабілізації доходів. Розширення присутності на перспективних ринках, таких як Азія, Латинська Америка та Близький Схід, сприятиме підвищенню міжнародної конкурентоспроможності компанії. Водночас зменшення залежності від великих корпоративних клієнтів через залучення малого та середнього бізнесу дозволить створити стійку структуру доходів. Інвестиції в інноваційний розвиток, включаючи інтеграцію штучного інтелекту, блокчейну та хмарних обчислень, забезпечать розробку унікальних продуктів, що створюють нові джерела доходів і зміцнюють конкурентні позиції компанії.

В умовах глобальної нестабільності управління ризиками стає пріоритетним завданням. Для «EPAM Ukraine» це передбачає розробку антикризових стратегій, посилення кібербезпеки та адаптацію до змін регуляторного середовища. Особливу увагу слід приділити геополітичним ризикам, які суттєво впливають на вартість компанії, зокрема через вихід із нестабільних ринків та переорієнтацію ресурсів на інші регіони. Водночас розвиток людського капіталу через інвестиції у навчання та мотиваційні програми дозволить підвищити ефективність команд і створити додаткову цінність для клієнтів. Інтеграція цих напрямів у стратегію розвитку сприятиме підвищенню вартості компанії в умовах сучасного високодинамічного ринку.

ВИСНОВКИ

1. Теоретичні основи оцінки вартості бізнесу в ІТ-сфері визначаються багатогранністю методів та інструментів, які враховують специфіку галузі, високу частку нематеріальних активів та інноваційний характер діяльності. Дохідний, ринковий та витратний підходи забезпечують комплексний аналіз вартості компанії, дозволяючи інтегрувати внутрішні фінансові характеристики з ринковими умовами та потенціалом розвитку. Особлива увага приділяється здатності компанії генерувати майбутні доходи, оцінювати активи та враховувати зовнішні ризики.

2. Дохідний підхід є ключовим інструментом для оцінки перспектив грошових потоків ІТ-компаній, оскільки враховує інвестиції в дослідження та розробки, а також ризики, пов'язані зі швидкими технологічними змінами. Метод дисконтованих грошових потоків (DCF) дозволяє враховувати сезонні коливання доходів та масштабованість бізнесу, проте його ефективність залежить від точності прогнозування та визначення ставки дисконтування. Завдяки комплексності цей метод є універсальним для стратегічного фінансового планування.

3. Ринковий підхід дозволяє визначити справедливую ринкову вартість компанії через аналіз аналогів, використовуючи фінансові мультиплікатори та дані про ринкові угоди. Особливу цінність він має для публічних компаній і зрілих бізнесів, але може обмежуватися залежністю від доступності даних про порівнянні підприємства. Унікальні особливості ІТ-компаній, такі як високий рівень конкуренції, інноваційність та нематеріальні активи, вимагають адаптації стандартних методів для забезпечення точності оцінки.

4. Витратний підхід є допоміжним інструментом, що орієнтований на оцінку вартості активів із урахуванням зобов'язань компанії. У контексті ІТ-сфери він корисний для аналізу вартості інтелектуальної власності, нематеріальних активів і витрат на заміщення бізнесу. Однак цей підхід має обмеження через недостатнє врахування майбутніх доходів і потенціалу

зростання компанії. У поєднанні з дохідним та ринковим підходами витратний метод сприяє створенню повної та об'єктивної оцінки бізнесу.

5. Оцінка вартості ІТ-компаній має свої особливості, що зумовлені значною часткою нематеріальних активів, таких як інтелектуальна власність, програмне забезпечення та репутація бренду, а також високою динамікою ринку та інноваційністю галузі. Основні виклики включають складність оцінки нематеріальних активів, швидкі технологічні зміни, високу масштабованість бізнесу, сезонність доходів та залежність від ринкових трендів. Для об'єктивної оцінки потрібне поєднання дохідного, ринкового та витратного підходів, з акцентом на прогнозування грошових потоків, аналіз аналогів та врахування витрат на заміщення бізнесу. Такий комплексний підхід дозволяє врахувати як внутрішній потенціал компанії, так і зовнішні ризики, забезпечуючи точність та надійність оцінки.

6. «EPAM Systems» є провідною міжнародною ІТ-компанією, яка вдало поєднує інноваційні рішення, масштабованість бізнес-моделей та глобальну присутність, що дозволяє їй зберігати конкурентні переваги у різних регіонах світу. Її діяльність базується на впровадженні новітніх технологій, таких як штучний інтелект, блокчейн, хмарні обчислення, що сприяє підвищенню ефективності бізнесу клієнтів. Україна, як один із ключових центрів розвитку компанії («EPAM Ukraine»), відіграє важливу роль у забезпеченні глобальних проєктів завдяки високому рівню експертизи місцевих фахівців, які становлять 19% від загальної кількості співробітників. Попри виклики, зумовлені війною, «EPAM Systems» демонструє високу адаптивність та соціальну відповідальність, підтримуючи працівників і реалізуючи масштабні ініціативи на міжнародному та локальному рівнях. Здатність компанії до швидкої адаптації, диверсифікації ринків і активної інноваційної діяльності підкреслює її стратегічну роль у розвитку глобальної цифрової економіки.

7. Аналіз вартості компанії «EPAM Ukraine» із застосуванням трьох підходів — методу дисконтування грошових потоків (DCF), ринкових мультиплікаторів і методу скоригованої вартості активів (Adjusted Book Value)

— дозволив отримати комплексну оцінку її фінансового стану. Метод DCF, який враховує прогнозований чистий фінансовий результат у 12–14 млн доларів США та обрану ставку дисконтування 15%, визначив вартість компанії у діапазоні 15–17 млн дол США. Цей метод надає перевагу прогнозуванню майбутніх доходів, але значною мірою залежить від припущень щодо стабільності чистого прибутку, що робить його чутливим до зовнішніх ризиків, таких як геополітичні фактори.

8. Метод ринкових мультиплікаторів, заснований на мультиплікаторі «ціна/дохід» (P/S) для IT-компаній у Східній Європі на рівні 2,5, дозволив оцінити вартість компанії у 22,3 млн доларів США за доходами 2023 року. Цей підхід демонструє нижчу оцінку у порівнянні з методом DCF, що пов'язано з консервативністю оцінки ринкових умов та галузевих ризиків. Результат підтверджує, що використання мультиплікаторів може бути обмеженим для компаній, які функціонують у середовищах із високою волатильністю.

9. Найбільш консервативний підхід, метод Adjusted Book Value, визначив вартість компанії на рівні 287,9 млн доларів США, враховуючи активи у розмірі 307 млн доларів США та зобов'язання у 19,3 млн доларів США. Цей підхід акцентує увагу на фактичному балансі компанії, що є ключовим для оцінки її фінансової стабільності. Порівняння із загальною ринковою капіталізацією материнської компанії «EPAM Systems» у 14,42 млрд доларів США свідчить про стратегічну важливість українського офісу, хоча його питома вага у загальній структурі компанії є порівняно невеликою.

10. Результати аналізу вказують на відмінності у вартості компанії залежно від використаного методу. Наприклад, метод дисконтування грошових потоків дозволяє врахувати майбутні фінансові потоки, однак піддається значному впливу припущень, тоді як метод скоригованої вартості активів забезпечує консервативну базову оцінку, орієнтуючись на фактичний стан активів. Метод ринкових мультиплікаторів демонструє найнижчу оцінку, що підкреслює залежність цього підходу від середньоринкових умов. Комплексне використання

всіх трьох підходів забезпечує більш збалансовану оцінку вартості компанії, враховуючи як її поточний фінансовий стан, так і перспективи розвитку.

11. Результати регресійного аналізу, проведеного для оцінки факторів ризику, які впливають на кінцеву вартість компанії, показали високу пояснювальну здатність моделі ($R^2 = 0,9210$). Найбільш значущими факторами стали валютний курс ($P\text{-value} = 0,001$), експорт ІТ-послуг ($P\text{-value} = 0,007$) та геополітичний ризик ($P\text{-value} = 0,008$). Валютний курс виявився критичним чинником, адже зниження курсу гривні до долара призводить до зростання номінальних доходів компанії. Позитивний вплив експорту ІТ-послуг на вартість компанії підкреслює важливість збереження та розширення міжнародної присутності, що є одним із ключових елементів стратегії розвитку компанії «ERAM Ukraine».

12. Геополітичний ризик, із коефіцієнтом впливу $-1,401$, став значним дестабілізуючим фактором, що зумовив суттєве зниження вартості акцій компанії в першому кварталі 2022 року. Динаміка після 2022 року також підтверджує, що геополітичний ризик залишається вирішальним чинником, який впливає на ринкову капіталізацію компанії. Крім того, ВВП ($P\text{-value} = 0,059$) як фактор, близький до порогового значення, демонструє потенційний позитивний вплив на вартість компанії у разі стабільного економічного зростання. Ці результати акцентують увагу на необхідності системного моніторингу макроекономічних і зовнішніх ризиків для забезпечення довгострокової стабільності та зростання вартості компанії.

13. Підвищення вартості компанії у сфері ІТ, зокрема таких як «ERAM Ukraine», вимагає інтегрованого підходу, що поєднує фінансову стабільність, інноваційний розвиток і адаптацію до динамічних ринкових умов. Одним із першочергових напрямів є оптимізація фінансового управління, що включає зниження боргового навантаження, реінвестування прибутків у стратегічно важливі напрями, такі як інноваційні технології та географічна диверсифікація. Впровадження сучасних систем автоматизації фінансових процесів та контроль за витратами сприятимуть підвищенню рентабельності та фінансової стійкості

компанії. Диверсифікація клієнтської бази, зокрема шляхом залучення малого та середнього бізнесу, дозволить знизити залежність від великих контрактів і стабілізувати доходи.

14. Ще одним важливим напрямом є активна інтеграція інновацій, таких як штучний інтелект, блокчейн і хмарні обчислення, що сприятиме створенню унікальних продуктів і послуг із високою доданою вартістю. Розширення присутності на перспективних ринках, таких як країни Азії, Латинської Америки та Близького Сходу, потребує розробки локальних стратегій, адаптованих до економічних і культурних особливостей регіонів. Для ефективного управління ризиками пропонується посилити кібербезпеку, створити антикризові стратегії та розробити сценарії адаптації до геополітичних змін. Інвестиції у розвиток людського капіталу через навчання, сертифікацію та мотиваційні програми забезпечать довгострокову ефективність команди, створюючи основу для інноваційного та стабільного зростання компанії на глобальному ринку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Анзіна Г.В. Модифікації моделі дисконтованих грошових потоків для оцінки справедливої вартості компанії. Глобальні та національні проблеми економіки. 2015, Випуск 4. С. 767-771.
2. Асоціація IT Ukraine. URL: <https://itukraine.org.ua>.
3. Барвінок В. Ю. Сучасні тренди та проблеми IT-сектора в Україні: підготовка та міграція IT-фахівців. *Механізм регулювання економіки*. 2020. № 4. С. 90-102.
4. Богма, О., Савченко, В. IT-сектор України: сучасні реалії та перспективи розвитку. *Підприємництво та інновації*. 2020. №12, с. 37-42.
5. Булкіна І.А. Внесок України в розвиток міжнародного ринку IT-послуг. *Бізнес Інформ*. 2020. № 11. С. 37-42.
6. Веб-сайт OpenDataBot. Доступ до інформації про компанію "EPAM SYSTEMS". URL: <https://opendatabot.ua/c/33880213>
7. Герасимович А. М., Бондаренко В. В. Оцінка вартості капіталу. Вісник ЖДТУ: Економіка, управління та адміністрування. 2017. № 3 (45). С. 254–257.
8. Єрофєєва Т. А. Підходи до оцінювання вартості бізнесу: проблеми їх використання. Наукові записки. 2007. Т. 68. Економічні науки. С. 25–30.
9. Задерей В.Ю. Методи оцінки вартості компаній. Агросвіт. 2017. № 5. С. 48–54.
10. Іванова К. Скільки EPAM втратив через війну в Україні. SPEKA. URL: <https://speka.media/skilki-epam-vtratile-cherez-vijnu-v-ukrayinin7688-pjgeep>.
11. Карий О.І., Гальків Л.І., Цапулич А.Ю. Розвиток IT-сфери України: чинники та напрями активізації. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. Серія: Проблеми економіки та управління. 2021. Т. 5, № 1. С. 42-55.
12. Корнєєв В. В. Номінальна та ринкова капіталізація: інструментарій оцінки вартості фінансових активів. Економіка і прогнозування. 2005. № 3. С. 32–40.

13. Кудирко Л. П. , Шевченко Д. С. ІТ-сектор України в стратегіях підвищення конкурентоспроможності національної економіки. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2023. Т.2. № 19. С. 206-214.
14. Кушнір С. О., Завальнюк А. О. Використання моделей САРМ під час визначення прибутковості акцій вітчизняних підприємств. *Науковий вісник Ужгородського національного університету : серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство / редкол.: М. М. Палінчак (голов. ред.), В. П. Приходько, В. В. Химинець та ін. Ужгород : Видавничий дім "Гельветика", – 2017. Ч. 1, вип. 12. С. 179–182.*
15. Ліпич Л. Г., Хілуха О. А., Кушнір М. А., Волинець І. Г. Impact of it technology development on value chain. *Scientific Notes of Lviv University of Business and Law*, 2023. №36, С. 165-173.
16. Лукач А.М., Ставицький О.В. Методи оцінки ринкової вартості підприємства в умовах сучасної економічної ситуації. *Актуальні проблеми економіки та управління*. 2018. № 12. С. 1–11.
17. Макроекономічні показники. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>.
18. Методичні рекомендації щодо оцінки вартості об'єктів нерухомості та визначення премії за ліквідність. URL: <https://buklib.net/books/35274/>
19. Могилова М. М., Корейба В. Д. Основні фактори впливу на вартість бізнесу в контексті актуалізації питання його оцінки. *Міжнародний науковий журнал "Інтернаука"*. Серія : Економічні науки. 2023. № 5(2). С. 33-38.
20. Овчар О. Теорії структури капіталу та їх вплив на ринкову вартість підприємства. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*, 2019. С. 56.
21. Офіційний сайт компанії EPAM Systems. <https://www.epam.com/>
22. Офіційний сайт компанії EPAM Ukraine. URL: <https://epam.ua>.
23. Піжук О. І., Михалевич С. А. Теоретичні та практичні аспекти оцінки вартості підприємства. *Економічний вісник Національного гірничого університету*. 2013. № 1. С. 80-85.

24. Рахман М. С., Корабельский С. О. IT-галузь України в очах світової спільноти. *Бізнес Інформ*. 2020. № 7. С. 181-188.
25. Ринок праці IT-сектору в умовах війни: реалії та перспективи. URL: <https://niss.gov.ua/news/komentari-ekspertiv/rynok-pratsi-it-sektoru-v-umovakh-viyny-realiyi-ta-perpektyvy>.
26. Сотніков А.В. Основні підходи та методи оцінки вартості підприємств. *Вісник НТУ «ХПІ»*. 2015. №61 (1170). С. 70–73.
27. Терлецька В.О. Підходи та методи оцінювання інноваційної компанії. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку*. 2021. №3. С. 177-182.
28. Фактор успіху. Вісім лідерів українського IT-бізнесу про результати 2022-го і те, куди рухатиметься ринок. URL: <https://forbes.ua/innovations/faktor-uspikhu-visim-lideriv-ukrainskogo-it-biznesu-pro-rezultati-2022-go-i-te-kudi-rukhatimetsya-rinok-28022023-11995/>
29. Циган, Р., Лижова, Є. Аналіз підходів та методів оцінки вартості підприємства. *Молодий вчений*, 2020. №11 (87), 209-214.
30. Hensen, A. H. R., & Dong, J. Q. Hierarchical business value of information technology: Toward a digital innovation value chain. *Information & Management*, 2020. №57(4), 103209. URL: <https://doi.org/10.1016/j.im.2019.103209>.
31. Information about the stock price of EPAM Systems on the New York Stock Exchange. Yahoo Finance. URL: <https://finance.yahoo.com/quote/EPAM>.
32. Janssen, Marijn, Haiko van der Voort, and Agung Wahyudi. Factors Influencing Big Data Decision-Making Quality. *Journal of Business Research*, vol. 70, Jan. 2017, pp. 338–345,
33. Kutzner, K., Schoormann, T., & Knackstedt, R. Designing business models for sustainability: Exploring the concepts and impacts. *Electronic Markets*, 2020. №30(1), pp. 447–472.
34. Markowitz H. M. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 1952. №7(1), 77–91.

35. Modigliani, F., Miller, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 1958. Vol. 48, No. 3, pp. 261–297.
36. Muth, J. F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, 1961. №29(3), 315–335.
37. PitchBook. URL: <https://pitchbook.com>.
38. Poncet P., & Portait R. Arbitrage Pricing Theory (APT) APT Pricing Theory and Multi-factor Models Multi-factor models. In *Capital Market Finance: An Introduction to Primitive Assets, Derivatives, Portfolio Management and Risk*. Cham: Springer International Publishing. 2022. P. 963–990.
39. Rut J., Ostafil M. The value chain in the digital age. *Economics and Organization of Logistics*. 2021. №6 (4). 101–112.
40. Smith J., Brown, T. An analysis of IT company valuation metrics. *Journal of Financial Economics*, 2019. №75(3), 456-470.

ДОДАТКИ

Додаток А

**Результати регресійного аналізу впливу факторів ризику на формування
кінцевої вартості компанії «EPAM Systems» та її українського офісу
«EPAM Ukraine»**

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,9597
R Square	0,9210
Adjusted R Square	0,8577
Standard Error	49,5618
Observations	19

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	8	286185,3	35773,17	14,56343	0,000141
Residual	10	24563,69	2456,369		
Total	18	310749			

		<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
	Intercept	319,813	196,764	1,625	0,135	-118,604	758,230	-118,604	758,230
X_1	ІСЦ, %	-1,979	2,533	-0,782	0,453	-7,622	3,664	-7,622	3,664
X_2	Валютний курс, грн/дол	-17,618	3,740	-4,711	0,001	-25,950	-9,286	-25,950	-9,286
X_3	ВВП, млрд дол США	3,508	1,650	2,126	0,059	-0,169	7,185	-0,169	7,185
X_4	Експорт ІТ	0,349	0,103	3,385	0,007	0,119	0,578	0,119	0,578
X_5	Geopolitical risk (GPR) index	-1,401	0,425	-3,299	0,008	-2,347	-0,455	-2,347	-0,455
X_6	Чистий фінансовий результат, млн дол США	-2,401	10,004	-0,240	0,815	-24,691	19,889	-24,691	19,889
X_7	ROA, %	15,500	24,870	0,623	0,547	-39,914	70,914	-39,914	70,914
X_8	ROE, %	-2,995	4,044	-0,740	0,476	-12,006	6,016	-12,006	6,016