

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Полтавська політехніка імені Юрія Кондратюка»
Навчально-науковий інститут фінансів, економіки, управління та права
Кафедра менеджменту і логістики

Кваліфікаційна робота

на здобуття ступеня вищої освіти «магістр»
зі спеціальності 073 «Менеджмент» освітньо-професійної програми
«Менеджмент організацій і адміністрування»
на тему: «Управління капіталом у корпорації»

Виконала:

студентка II курсу групи 2МЕМ

Мироненко Вікторія Ігорівна _____

Керівник:

доцент кафедри менеджменту і логістики,

к.е.н., доцент Щербініна С. А. _____

Полтава – 2022

Національний університет «Полтавська політехніка імені Юрія Кондратюка»

Навчально-науковий інститут фінансів, економіки, управління та права

Кафедра менеджменту і логістики

Спеціальність 073 «Менеджмент»

Другий рівень вищої освіти «магістр»

Освітня програма «Менеджмент організацій і адміністрування»

ЗАТВЕРДЖУЮ

Завідувач кафедри менеджменту і логістики, д.е.н., професор

_____ В.В. Гришко
« ____ » _____ 2022 року

**ЗАВДАННЯ
НА КВАЛІФІКАЦІЙНУ РОБОТУ
Мироненко Вікторії Ігорівні**

(прізвище, ім'я, по батькові)

1. Тема роботи	Управління капіталом у корпорації
Мета дослідження	узагальнення і систематизація теоретико-методичних підходів щодо побудови сучасної системи управління корпоративним капіталом та розроблення практичних рекомендацій щодо її удосконалення з урахуванням міжнародного досвіду
Об'єкт дослідження	процес управління корпоративним капіталом підприємства у сучасних умовах
Предмет дослідження	обґрунтування напрямів, підходів та інструментів вдосконалення управління корпоративним капіталом підприємства з метою забезпечення ефективності його діяльності
Керівник роботи	Щербініна Світлана Адамівна, к.е.н., доцент

Тема роботи затверджена наказом по університету від «12» серпня 2022 р. № 544 фа

2. Строк подання здобувачем роботи 05.12.2022 р.

3. Вихідні дані до роботи законодавчі та нормативні документи, навчальна, наукова, довідкова і методична література, фахові періодичні видання, інші інформаційні ресурси, установчі документи підприємства, фінансова та статистична звітність підприємства.

4. Розгорнутий план роботи

Розділ 1. Теоретичні аспекти управління капіталом у корпорації

1.1. Акціонерний капітал як економічна категорія та його роль в управлінні корпорації

1.2. Сучасні теоретичні підходи щодо управління корпоративним капіталом та формування структури капіталу корпорації

1.3. Методичні підходи щодо оцінювання капіталу корпорації

Розділ 2. Аналіз управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»

- 2.1. Характеристика діяльності АТ «Кернел» як суб'єкта господарювання
- 2.2. Фінансово-економічний аналіз результатів господарської діяльності АТ «Кернел»
- 2.3. Оцінювання ефективності процесу управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»

Розділ 3. Удосконалення управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»

- 3.1. Стратегічні напрями удосконалення управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»
- 3.2 Використання економіко-математичних методів в управлінні акціонерним капіталом (модель оптимальної структури інвестиційного портфеля)
- 3.3. Впровадження інформаційних інструментів в систему управління капіталом корпорації

5. Консультанти розділів роботи

Розділ	Прізвище, ініціали та посада консультанта	Підпис, дата	
		Завдання видав	Завдання прийняв
I	Щербініна Світлана Адамівна, к.е.н., доцент	26.09.2022	09.10.2022
II	Щербініна Світлана Адамівна, к.е.н., доцент	10.10.2022	30.10.2022
III	Щербініна Світлана Адамівна, к.е.н., доцент	31.10.2022	27.11.2022

6. Дата видачі завдання 12.08.2022 р.

КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН

№ п/п	Назва етапів кваліфікаційної роботи	Строк виконання етапів роботи	Відмітка про виконання
1.	Вступ. Теоретичний розділ	26.09.2022 – 09.10.2022	
2.	Дослідницько-аналітичний розділ	10.10.2022 – 30.10.2022	
3.	Рекомендаційний (проектний) розділ. Висновки	31.10.2022 – 27.11.2022	
4.	Оформлення роботи. Реферат	28.11.2022 – 04.12.2022	
5.	Перевірка роботи кафедру на академічний плагіат	05.12.2022 – 11.12.2022	
6.	Рецензування, підготовка до захисту	05.12.2022 – 11.12.2022	
7.	Попередній захист роботи	16.12.2022 – 18.12.2022	
8.	Захист роботи	20.12.2022 – 22.12.2022	

Студент _____ В.І. Мироненко
(підпис)

Керівник роботи _____ к.е.н. С.А. Щербініна

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ У КОРПОРАЦІЇ.....	8
1.1 Акціонерний капітал як економічна категорія та його роль в управлінні корпорації	8
1.2 Сучасні теоретичні підходи щодо управління корпоративним капіталом та формування структури капіталу корпорації	16
1.3 Методичні підходи щодо оцінювання капіталу корпорації	26
Висновки до розділу 1.....	32
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМ КАПІТАЛОМ АТ «КЕРНЕЛ»	34
2.1 Характеристика діяльності АТ «Кернел» як суб'єкта господарювання	34
2.2 Фінансово-економічний аналіз результатів господарської діяльності АТ «Кернел»	45
2.3 Оцінювання ефективності процесу управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»	58
Висновки до розділу 2.....	67
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМ КАПІТАЛОМ АТ «КЕРНЕЛ»	68
3.1 Стратегічні напрями удосконалення управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»	68
3.2 Використання економіко-математичних методів в управлінні акціонерним капіталом (модель оптимальної структури інвестиційного портфеля)	78
3.3 Впровадження інформаційних інструментів в систему управління капіталом корпорації	90
Висновки до розділу 3.....	101
ВИСНОВКИ.....	103
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	107
ДОДАТКИ.....	115

ВСТУП

Сучасний стан та тенденції розвитку економіки України та світу призводять до необхідності пошуку нових підходів управління капіталом у корпорації. Саме капітал суб'єкта господарювання та його оптимальна структура забезпечують результати фінансової, операційної та інвестиційної діяльності, впливають на рівень рентабельності та фінансових ризиків у процесі виробничої діяльності. Актуальним та ефективним трендом, що впливає на управління капіталом, є побудова моделі відповідального бізнесу, що ґрунтується на принципах парадигми сталого розвитку та імплементації Цілей сталого розвитку до 2030 року у свою господарську діяльність. Це вимагає інтеграції цілей сталого розвитку у бізнес-процеси та їх перетворення у цілі стратегій конкурентоспроможності підприємства. Тому враховуючи тісний зв'язок факторів економічного середовища і капіталу підприємства постає необхідність розроблення напрямів, підходів, інструментів удосконалення управління акціонерним капіталом з урахуванням міжнародного досвіду.

Дослідженню різних аспектів проблем розвитку корпорацій присвятили свої праці А. Берлі, П. Друкер, Дж. Кейнс, А. Маршалл, В. Ойкен, Дж. К. Гелбрейт, М. Портер, П. Самуельсон, А. Сміт, Е. Чемберлен, І. Ансофф, Р. Коуз. Серед вітчизняних дослідників різними аспектами функціонування капіталу акціонерних товариств займаються В. Д. Базилевич, Д. О. Баюра, О.Г. Борщ, З. С. Варналія, Л. І. Воротіна, А. С. Гальчинський, В. М. Гейць, С. М. Грудницька, О.А. Грішнова, Ю. І. Єхануров, А. О. Задоя, В. Л. Осецький, О. М. Проволоцька та ін. Проте дослідження корпоративного капіталу підприємства та управління ним потребує вивчення сучасних факторів впливу на його формування.

Метою дослідження є узагальнення і систематизація теоретико-методичних підходів щодо побудови сучасної системи управління корпоративним капіталом та розроблення практичних рекомендацій щодо її удосконалення з урахуванням міжнародного досвіду.

Завданнями дослідження є:

узагальнити сутність поняття «корпоративний капітал» як економічної категорії та його роль в управлінні корпорацією;

дослідити сучасні теоретичні підходи щодо управління корпоративним капіталом та формування структури капіталу корпорації;

розглянути методичні підходи щодо оцінювання капіталу корпорації у сучасних умовах;

здійснити аналіз АТ «Кернел» як суб'єкта господарювання;

провести фінансово-економічний аналіз результатів господарської діяльності АТ «Кернел»;

обґрунтувати стратегічні напрями удосконалення управління акціонерним капіталом в АТ «Кернел»;

запропонувати методи та інструменти вдосконалення оптимальної структури інвестиційного портфеля для АТ «Кернел»:

надати рекомендації щодо впровадження інформаційних інструментів в систему управління капіталом корпорації.

Об'єктом дослідження є процес управління корпоративним капіталом підприємства у сучасних умовах.

Предметом дослідження є обґрунтування напрямів, підходів та інструментів вдосконалення управління корпоративним капіталом підприємства з метою забезпечення ефективності його діяльності.

Методи дослідження. Науковою базою дослідження стали фундаментальні положення корпоративного управління. У процесі дослідження використано як загальнонаукові методи, зокрема аналізу та синтезу, індукції та дедукції, абстрактно-логічний метод, метод узагальнення та класифікації, так і спеціальні, а саме фінансового аналізу, економіко-статистичний, прогнозування, структурно-логічний метод.

Інформаційною базою дослідження стали: законодавчі акти Верховної Ради України, постанови і розпорядження Кабінету Міністрів України, статистичні дані, дані фінансової та управлінської звітності корпорацій в Україні

та світі, публікації науковців та практиків з обраної тематики, а також аналітичні розрахунки автора, які виконано в процесі підготовки кваліфікаційної роботи.

Практична цінність роботи полягає у визначенні сукупності системи критеріїв та показників для моделювання та прогнозування успішності стратегії управління підприємством. Розроблено пропозицій щодо впровадження інформаційних інструментів в систему управління капіталом корпорації. Запропоновано модель оптимальної структури інвестиційного портфеля для холдингу «Кернел».

Наукова новизна роботи полягає в узагальненні та систематизації підходів щодо побудови системи оцінювання корпоративного капіталу та управління ним з урахуванням міжнародного досвіду. Це дало змогу обґрунтувати напрями удосконалення управління корпоративним капіталом АТ «Кернел», що спрямовані на забезпечення формування успішної бізнес моделі корпорації з урахуванням цілей сталого розвитку.

За темою кваліфікаційної роботи опубліковано тези:

Мироненко В.І. Управління сталим розвитком корпорацій в умовах діджиталізації. Сучасні інноваційно-інвестиційні механізми розвитку національної економіки в умовах євроінтеграції: матеріали ІХ Міжнародної науковопрактичної Інтернет-конференції, 03 листопада 2022 р. Полтава: Національний університет «Полтавська політехніка імені Юрія Кондратюка», 2022. С. 80-82.

Мироненко В.І. Акціонерний капітал та сучасні підходи до його оцінки. Сучасні тренди соціально-економічних перетворень та інтелектуалізації суспільства в умовах сталого розвитку: тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (10 листопада, м. Запоріжжя). Запоріжжя: НУ «Запорізька політехніка», 2022. С. 234 – 237.

Кваліфікаційна робота включає вступ, 3 розділи, висновки, список використаних джерел, додатки. Обсяг роботи – 115 сторінок. Робота містить 19 таблиць, 34 рисунки, список використаних джерел – 73 найменувань, 5 додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ У КОРПОРАЦІЇ

1.1 Акціонерний капітал як економічна категорія та його роль в управлінні корпорації

Враховуючи сучасну економічну дійсність, що характеризується високим рівнем нестабільності, перед науковцями постає проблема переосмислення багатьох фундаментальних категорій, що є базовими для будь-якого суб'єкта господарювання. Серед таких виділяємо поняття «капітал», «акціонерний капітал» та «структура капіталу». Щодо визначення сутності цих понять і досі точаться дискусії серед учених-економістів залежно від того, з якого боку їх розглядають.

Розглянемо поняття «капітал», що є одним із ключових, фундаментальних і досить складних економічних категорій. Це питання вивчалось більшістю економічних шкіл, серед яких меркантилізм, фізіократи, класична школа, марксистська економічна школа, неокласична економічна школа та інші.

«Капітал» походить від латинського слова «capitalis» і означає «головний, основний, дуже важливий, ґрунтовний». Як бачимо, навіть буквальний переклад цього слова говорить сам за себе – це основа суб'єкта господарювання, що є джерелом доходу.

Категорія «капітал» вперше зустрічається в працях меркантилістів. Найвидатнішим представником цієї школи є У. Стаффорд. Меркантилісти ототожнювали капітал або з дорогоцінними металами та виготовленими з них монетами, або з товарами, які найближчим часом перетворяться на гроші, тобто термін «капітал» асоціювався з певним видом багатства.

У другій половині 18 ст. виникає фізіократичне вчення, основоположником якого вважається Ф. Кене. Представники цієї економічної

школи вважали, що капітал речовий, тобто використовується у виробництві і поділяється на оборотний і основний.

А. Сміт, засновник класичної економічної школи, обґрунтував принципи виникнення, формування та подальшого функціонування капіталу, характеризуючи останній як багатство, накопичене шляхом використання найманої праці. Д. Ріккардо, спираючись на праці А. Сміта, обґрунтував принципи перерозподілу капіталу і трактував останній як засіб виробництва.

Системний підхід до вивчення капіталу як економічної категорії відображено в працях К. Маркса, який розглядав капітал як соціальну категорію, що створює додаткову вартість. У своїх працях К. Маркс показав процес відтворення капіталу та його динамічний характер. Саме К. Маркс характеризував капітал як відносини між господарюючими суб'єктами, а також вартість, що саморозширюється.

Прихильники неокласичної економічної школи (А. Маршалл, Дж. С. Міль, Ж.-Б. Сей, І. Фішер та ін.) трактували капітал як елемент багатства, що приносить своєму власникові регулярний дохід протягом тривалого часу. І. Фішер визначає капітал як «дисконтований дохід».

Дослідники виділяють три головні напрями щодо вивчення природи капіталу. Автори першого підходу пов'язують вартість чистих активів суб'єкта господарювання з капіталом, тобто припускають, що капітал – це сукупна вартість активів підприємства за вирахуванням його зобов'язань, що утворилися в результаті використання основного і оборотного капіталу. Представники другого підходу розглядають термін «капітал» як сукупність засобів підприємства, необхідних для здійснення виробничого процесу, спрямованого на формування матеріальних благ. Послідовники третього підходу вважають, що капітал – це сукупність власного та позикового капіталу, необхідного для здійснення статутної діяльності підприємства [1].

Незаперечним є той факт, що людина – частина природи, а в природі будь-яке явище взаємопов'язане з іншим. Тому слід зазначити, що результати людської діяльності теж взаємопов'язані. Саме цим можна пояснити, що з

розвитком продуктивних сил та економічного механізму суспільства збільшується кількість поглядів щодо трактування поняття «капітал».

Р. Брелей та С. Майерс розглядали капітал як сукупність фінансових інструментів, випущених у вільний обіг та підкріплених реальними активами, що здатні приносити дохід. І.В. Ліпсіц вважав, що капітал – це весь промислово-технічний апарат, який був створений з природних ресурсів людством для розширення можливостей виробництва благ. Т. Шульц та Г. Беккер обґрунтували концепцію людського капіталу, сутність якої полягає у врахуванні не тільки речового аспекту капіталу, а й людини з її знаннями, вміннями і навичками, завдяки якій капітал стає продуктивною силою [2 – 5].

Враховуючи вищерозглянуті погляди погоджуємося з думкою, що капітал слід розглядати як вартість що знаходиться в постійному кругообігу і величина якої зростає, чим забезпечується отримання доходу.

Особливою формою капіталу є акціонерний капітал. Тут теж спостерігаємо різноманіття думок, особливо щодо розуміння категорії «акціонерний капітал», його ролі та значення в сучасних умовах господарювання.

Дослідженнями сутності та особливостей акціонерного капіталу підприємств займалися такі визначні зарубіжні економісти: А. Берлі, П. Друкер, Дж. Кейнс, Ж.Ламбен, А. Маршалл, В.Ойкен, Дж. К. Гелбрейт, М. Портер, П. Самуельсон, А. Сміт, Е. Чемберлен, І. Ансофф, Р.Коуз та ін. Серед вітчизняних дослідників слід виділити В.Д. Базилевича, Д.О. Баюру, О.Г. Борщ, З.С. Варналія, Л.І. Воротіну, А.С. Гальчинського, В. М. Гейця, С.М. Грудницьку та ін.

Незаперечним є те, що акціонерний капітал формується шляхом об'єднання розрізнених грошових коштів в один великий капітал через утворення акціонерного товариства, випуск і розміщення (продаж) ним своїх цінних паперів – акцій, облігацій та їх похідних. Саме цим він являє собою більш розвинуту форму капіталу порівняно з індивідуальним, поєднуючи в одному місці суспільні засоби виробництва і робочу сил.

На погляд С. М. Мацери акціонерний капітал – сума капіталізації або сумарний дохід, який можуть принести своїм власникам акції, що перебувають в обігу на фондовому ринку [6].

О.А. Плешакова вважає, що акціонерний капітал – це система організаційно-економічних та соціально-економічних відносин між учасниками господарських процесів; економічне явище, сутність якого виявляється у цілісності розрізнених елементів, об'єднаних з метою організації та активізації виробничої, комерційної та підприємницької діяльності і розподілі ризику [7].

В Енциклопедії сучасної України знаходимо таке визначення акціонерного капіталу – сукупність індивідуальних капіталів акціонерів, об'єднаних шляхом випуску (емісії) і розміщення акцій та інших цінних паперів; акціонерний капітал утворюється як сума надходжень від продажу акцій при їх первинному розміщенні [8].

О.Г. Борщ вважає, що акціонерний капітал – це капітал, що інвестується в підприємство в обмін на цінні папери – акції, що визначає його існування в реальній та фіктивній формах. Управління ним делегується акціонерами професійним менеджерам з метою отримання доходу від функціонування його у вищезазначених формах [5].

Відзначимо, що поняття акціонерного капіталу в законодавстві України не має чіткого визначення. Знаходимо тільки вузьке розуміння, що ототожнюється із власним капіталом акціонерного товариства.

Необхідно підкреслити, що вчені та дослідники часто не надають конкретного визначення поняттю, описуючи його через загальну характеристику або структуру акціонерного капіталу. Також термін часто замінюють на складники майнової бази акціонерного товариства, наприклад статутний капітал, власний капітал акціонерного товариства, фактичний капітал тощо. Вважаємо неповними визначення акціонерного капіталу, що зводяться до отримання прибутку від обігу акцій, адже економічний зміст поняття проявляється і шляхом капіталізації акціонерного капіталу.

Вчені-економісти виділяють функції акціонерного капіталу, завдяки яким стає можливим розкрити його сутність більш широко. Зокрема, О. Бондар, С.М. Мацера виділяють такі: стартова функція (акціонерний капітал є необхідним для початку ведення бізнесу); розподільча (акціонерний капітал є об'єктом розподілу права власності); функція забезпечення (акціонерний капітал виступає джерелом гарантування ефективної фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства); родова функція (здатність акціонерного капіталу залучати необхідні фінансові ресурси, наприклад шляхом додаткової емісії акцій); захисна (забезпечує безперервну діяльність акціонерного товариства навіть при настанні непередбачуваних обставин чи одержанні збитків).

За рахунок акціонерного капіталу покриваються збитки у разі нестачі сформованих резервів); гарантійна (акціонерний капітал – додаткове джерело погашення зобов'язань компанії перед кредиторами); інвестиційна (джерело забезпечення акціонерного товариства необхідними коштами для здійснення інвестиційної діяльності); інтеграційна функція (проявляється у процесі формування взаємозв'язків акціонерного товариства з бізнес-партнерами); стимулююча (забезпечує поступове розширення сфери збуту продукції, асортименту надання нових видів послуг, і врешті решт, ефективної діяльності всього персоналу товариства); динамічна функція (дає змогу акціонерному товариству збільшувати обсяги залучених і позичених коштів); функція розвитку (акціонерний капітал виступає однією з головних форм залучення фінансових коштів для ефективного функціонування та розвитку акціонерного товариства); превентивна (запобігання виникнення негативних кризових явищ, усунення потенційних небезпек та загроз); контрольна функція (акціонерний капітал виступає засобом контролю над акціонерним товариством і дає можливість визначити ступінь участі акціонера в управлінні справами) [6].

Деякі дослідники вважають доцільним виділяти такі основні функції:

функція концентрації (нагромадження) капіталу. Акціонерна форма власності дає змогу нагромаджувати у статутному капіталі значний обсяг

вільних фінансових ресурсів, які перебувають у власності великої кількості не лише різних, а й територіально розосереджених економічних суб'єктів. Для того щоб стати співвласником акціонерного товариства, не потрібно мати підприємницькі здібності або володіти великим обсягом фінансових ресурсів, потрібно лише придбати його акції. Обмежена відповідальність власника акції також сприяє збільшенню кількості акціонерів і відповідно прискореній концентрації коштів у статутному капіталі акціонерних товариств;

функція соціалізації відносин власності. Розвиток акціонерної форми власності дає можливість пом'якшити або навіть усунути основний конфлікт інтересів, який виявляється в межах капіталістичного способу виробництва, – конфлікт між інтересами власника підприємства, який намагається привласнити якомога більшу частину прибутку, і найманого робітника, що бажає перерозподілити на свою користь якомога більшу частину створеного з використанням його праці продукту. Придбання робітником акцій власного підприємства дозволяє уникнути зазначеного конфлікту, подолати відчуженість робітника від засобів виробництва і перетворити його на працюючого власника;

функція розподілу. Розвиток акціонерної форми власності у поєднанні з діючим фінансовим ринком дає можливість ефективно розподіляти вільні фінансові ресурси в межах економіки, полегшує процес галузевого перерозподілу капіталу, а також дає змогу досягти більш рівномірного і справедливого розподілу доходів серед учасників суспільного виробництва [8, с.47; 9 С. 106].

Організаційно-правова форма функціонування акціонерного капіталу – акціонерне товариство, що є дотепер найбільш поширеним типом ведення господарської діяльності. З одного боку це дає можливість здійснювати централізацію капіталу внаслідок об'єднання фінансових ресурсів дрібних інвесторів, а з іншого – знижує ризик банкрутства власника крупного капіталу, пов'язаний з господарською діяльністю, обмежуючи відповідальність сумою, сплаченою за акції. У світовій практиці є два види акціонерних товариств – публічне (відкрите) та приватне (закрите), причому останні є менш поширеними.

Акціонерне товариство - це господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями [11]. Виділяють позитивні та негативні риси акціонерних товариств. До позитивних перш за все відносять обмеження економічного ризику для окремих його учасників; підвищення підприємницької активності й об'єднання різних економічних можливостей – капіталів та вмінь, знань ідей; обмеження можливостей вилучення капіталів (паїв, часток) з товариства; розмежування капіталу та економічної діяльності; жорстке відокремлення власності господарського товариства і власності його учасників; зменшення залежності частки акціонерного товариства від частки його окремих учасників; підвищення кваліфікаційного рівня учасників корпоративних відносин.

Акціонерні товариства відіграють певну негативну роль, що проявляється у таких рисах: виникнення так званого фіктивного капіталу, який часто функціонує відірвано від капіталу реального; зниження можливостей контролю за діяльністю акціонерних товариств з боку дрібних власників-акціонерів; поява можливості спекулятивного і навіть злочинного акціонерного засновництва; ускладнення управління акціонерними товариствами у порівнянні з іншими формами підприємств [12, С. 46 – 47].

Основна форма багатства для акціонерного капіталу – акція. Відповідно до українського законодавства акція – іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств, і законодавством про інститути спільного інвестування [13].

Виділяють властивості акцій, а саме: є пайовим цінним папером, наділена певною вартістю, неподільна, може брати участь в обігу, не має терміну обігу, прибутковість, визначає стосунки між емітентом та інвестором, обмежена

відповідальність власника акцій за зобов'язаннями акціонерного товариства [12, С. 112, 12, С. 208].

Погоджуємося з думкою, що акція є інструментом, за допомогою якого акціонерний капітал одночасно перебуває у двох формах: у формі реального капіталу, реалізованого у факторах виробництва, та у формі фіктивного капіталу, представленого на ринку цінних паперів [16, С. 105].

Таким чином, слід визнати, що поняття акціонерного капіталу є складною і багатогранною категорією, яка спричиняє велику кількість трактувань. Погоджуємося із твердженням акціонерного капіталу як капіталу акціонерного товариства, що створюється за рахунок внесків акціонерів шляхом придбання ними цінних паперів (акцій) і вираженого у матеріальному (капіталізована частина прибутку) та нематеріальному вигляді (одержання додаткової вартості у формі прибутку, дивідендів та інших доходів, включаючи сучасні механізми мобілізації інвестиційного капіталу на фондових ринках) для забезпечення максимізації добробуту акціонерів та соціально-економічного ефекту його діяльності [18, С. 53; 19, С. 23].

Починаючи з 1991 року відбувається формування корпоративного сектору економіки України, внаслідок чого було створено відповідну законодавчу базу: Господарський кодекс України; Цивільний кодекс України; Закон України «Про акціонерні товариства»; Закон України «Про власність»; Закон України «Про господарські товариства»; Закон України «Про державну програму приватизації»; Закон України «Про обмеження монополізму і недопущення несумлінної конкуренції»; Закон України «Про промислово-фінансові групи»; Закон України «Про цінні папери і фондову біржу»; Концепція формування і функціонування фондового ринку в Україні; Указ Президента України «Положення про холдингові компанії, що створюються у процесі корпоратизації і приватизації».

Таким чином, еволюція розуміння сутності корпоративного капіталу дає змогу констатувати, що його зміст, інструменти, методи та механізми управління також еволюціонують. Це пов'язано із новими суспільними цінностями щодо

реалізації концепції сталого розвитку, цілями сталого розвитку підприємств та втіленням принципів корпоративної соціальної відповідальності бізнесу, новітніми концепціями суспільного розвитку в умовах посилення викликів зовнішнього та внутрішнього середовища, нових глобальних трендів.

1.2 Сучасні теоретичні підходи щодо управління корпоративним капіталом та формування структури капіталу корпорації

Огляд та узагальнення існуючих теоретичних підходів щодо управління корпоративним капіталом дає змогу констатувати, що в їх основу покладено розуміння структури капіталу та його дослідження з урахуванням пізніх факторів впливу. Початок розвитку теорії структури капіталу підприємства припадає на середину ХХ ст. Протягом останніх п'яти десятиліть були розроблені різні теорії для пояснення структури капіталу та вартості фірми, а також основних факторів, що визначають структуру капіталу.

Існує два основних джерела фінансування фірм: внутрішнє та зовнішнє фінансування, внутрішнє фінансування пов'язане з нерозподіленим прибутком, а зовнішнє фінансування може бути у формі запозичень або випуску акцій. Компанії постійно інвестують через підтримку та зростання, тому рішення щодо фінансування компаній є дуже важливими.

Теорія структури капіталу говорить про джерело пропозиції грошей і яку стратегію слід адаптувати, щоб отримати це джерело для купівлі активів фірми або інвестицій у проекти.

Вибір між боргом і капіталом є великою проблемою. Вирішення цього питання і стало поштовхом до розроблення теорій формування структури капіталу корпорацій.

Науковці намагаються класифікувати деякі з існуючих теорій за групами відповідно до певних ознак. Їх розподіляють за об'єктом дослідження на специфічні і загальні, за предметом дослідження на ендогенні та екзогенні, за

змістовною основою на такі, що базуються на методі чистого операційного прибутку, базуються на методі чистого прибутку, базуються на аналізі структури капіталу як об'єкту впливу інших чинників, за змінюваністю структури капіталу на статичні і динамічні [21, С. 150]. Часто зустрічається розподіл теорій структури капіталу на дві великі групи: статичні і динамічні. Однак відзначимо, що наведений поділ досить умовний, оскільки кожна з теорій підпадає під кожен з класифікацій, рис. 1.1



Рисунок 1.1 – Узагальнена схема теоретичних підходів щодо дослідження структури капіталу та управління корпоративним капіталом компанії [19].

Вважаємо за доцільне розглянути детальніше наступні теорії структури капіталу: теорія нерелевантності структури капіталу Модільяні та Міллера, теорія компромісу, теорія ієрархії, теорія ринкового часу, кредитний рейтинг – гіпотеза про структуру капіталу.

Теорія нерелевантності структури капіталу Модільяні та Міллера (ММ) (Capital Structure Irrelevance Theory of Modigliani and Miller) (1958) вважається відправною точкою сучасної теорії структури капіталу. Ґрунтуючись на припущеннях щодо поведінки інвесторів і ринку капіталу, ММ показує, що на вартість фірми не впливає структура капіталу фірми. Торгівля цінними паперами здійснюється на досконалому ринку капіталу, вся необхідна інформація доступна інсайдерам і аутсайдерам для прийняття рішення (немає асиметрії інформації), тобто вартості операції, вартості банкрутства та оподаткування не існує. Позики та кредити можливі для фірм та індивідуальних інвесторів за однаковою процентною ставкою, яка дозволяє використовувати власне кредитне плече, фірми, що працюють у подібних класах ризику та мають подібний операційний леверидж, відсотки, що сплачуються за боргом, не заощаджують податки, а фірми дотримуються 100% виплати дивідендів. Згідно з цими припущеннями, теорія ММ довела, що не існує оптимального співвідношення боргу та власного капіталу, а структура капіталу не має значення для багатства акціонерів. Автори концепції стверджували, що вартість фірми з фінансовим важелем є такою ж, як і вартість фірми без левериджів. Тому вони пропонують, щоб менеджери не турбувалися про структуру капіталу, і вони могли вільно обирати склад боргу та капіталу. Важливим є внесок у підхід ММ Хіршлейфера (1966) і Стігліца (1969). Вони стверджували, що збільшення левериджу збільшує ризик фірми і, як наслідок, вартість власного капіталу зростає. Але WACC (середньозважена вартість капіталу) фірми залишається постійним, оскільки вартість боргу компенсується вищою вартістю власного капіталу.

Теорія нерелевантності структури капіталу була теоретично дуже обґрунтованою, але базувалася на нереалістичному наборі припущень. Тому ця теорія призвела до багатьох досліджень структури капіталу. Незважаючи на те,

що їх теорія була справедливою теоретично, світ без податків не був дійсним насправді. Щоб зробити це більш точним, Модільяні та Міллер (1963) включили вплив податку на вартість капіталу та вартість фірми.

За наявності корпоративних податків вартість фірми зростає за рахунок левериджу завдяки податковому щиту. Відсотки на позиковий капітал є прийнятним відрахуванням від доходу фірми і, таким чином, зменшують чисті податкові платежі фірми. Це призведе до додаткової вигоди від використання боргового капіталу через зниження вартості капіталу фірми.

Недоліки теорії ММ стимулювали серію досліджень, присвячених удосконаленню теоретичної та емпіричної частини теорії нерелевантності ММ.

Відзначимо, що усі інші теорії структури капіталу були розроблені на основі ММ, і будь-яку з них дуже важко підтвердити. Незважаючи на те, що в теоремі ММ є недоліки, її не можна повністю ігнорувати або виключати.

Теорія компромісу (Trade Off Theory) (1984), одна з базових теорій, яка домінувала в теорії структури капіталу, рекомендує, що оптимальний рівень боргу – це коли гранична вигода від боргового фінансування дорівнює його граничним витратам. Фірма може досягти оптимальної структури капіталу шляхом коригування рівня боргу та власного капіталу, таким чином збалансувавши податковий щит і витрати на фінансові труднощі. Серед дослідників немає консенсусу щодо того, що складається з вигоди та витрат.

Усунення обмежень

Пропозиція М. Майерса (1984) щодо нерелевантності структури капіталу використовує теорію як теоретичну основу для пояснення «головоломки структури капіталу». М. Майерс (1977) припускає, що використання боргу до певного рівня компенсує витрати на фінансові труднощі та податковий щит від відсотків.

Відповідно до Фама та Френча (2002), оптимальну структуру капіталу можна визначити через переваги вирахування боргових податків з процентів, витрат на банкрутство та агентських витрат. Г. Арнольд (2008) пояснює, як

збільшення боргового капіталу в структурі капіталу впливає на вартість фірми (рис. 1.2).

У міру збільшення боргового капіталу WACC фірми знижується, доки фірма не досягне оптимального рівня капіталу, а витрати на фінансові труднощі зростають. разом із рівнем боргу. Це підтверджує Міллер (1988), що оптимальне співвідношення боргу до власного капіталу показує найвищий можливий податковий щит, яким може користуватися компанія.

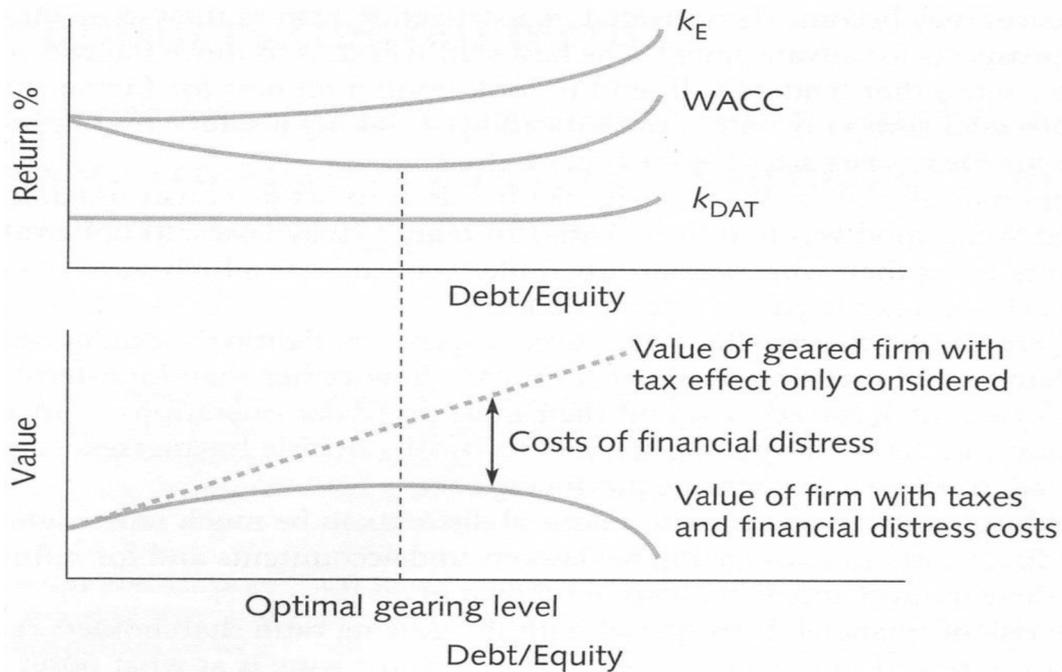


Рис. 1.2 – Борговий капітал в структурі акціонерного капіталу [28]

Крім того, відповідно до Модільяні та Міллера (1963), Міллер (1988) підтвердив той факт, що фірми підвищують ризик банкрутства через позиковий капітал у їхній структурі капіталу. У теорії компромісу вартість боргу пов'язана з прямою та непрямою вартістю банкрутства. Бредлі (1984) пояснив, що вартість банкрутства включає юридичні та адміністративні витрати, інші непрямі витрати в результаті втрати клієнтів і довіри між персоналом і постачальниками через невизначеність.

Окрім вартості банкрутства, агентська вартість Дженсона та Меклінга (1976) також враховується в моделі компромісу. Дженсон і Меклінг (1976) пояснюють, що поділ власності і контролю є причиною підвищення агентських

витрат. Відповідно до Арнольда (2008), агентські витрати — це прямі та непрямі витрати, що є результатом принципів, і агенти діють у своїх найкращих інтересах і нездатності змусити агентів діяти таким чином.

Дженсон (1986) стверджує, що борг може зменшити агентські витрати, і стверджує, що більший борговий капітал посилює зобов'язання виплачувати більше готівки. Проте Франк і Гойал (2008) стверджують, що не було повністю пояснено вплив міжагентських конфліктів на структуру капіталу. Гарріс і Равів (1990) припускають, що борговий капітал у структурі капіталу дає цінну інформацію для моніторингу поведінки агентства, і з міркувань власного інтересу керівники неохоче ліквідують фірму або надають таку інформацію, яка може призвести до банкрутства. Власники боргів також стурбовані лише власною вигодою і віддали б перевагу компаніям, щоб здійснювати безпечні інвестиції, а не турбуватися про прибутковість цих інвестицій. Це ще більше пояснює Фама та Френч (2002), що через вартість боргових агентств виникають конфлікти між акціонерами та власниками облігацій.

Броунен та інші науковці (2005) стверджують, що наявність оптимальної структури капіталу або цільової структури капіталу збільшує добробут акціонерів. Крім того, це дослідження пояснює, що навіть фірми, які максимізують вартість, використовують позиковий капітал на повну потужність, вони стикаються з низькою ймовірністю збанкрутувати. Овакімян та ін. (2004) стверджує, що висока рентабельність інструментів передбачає підвищення податкового захисту фірм і зниження ймовірності банкрутства. Це узгоджується з ключовим прогнозом компромісної моделі про те, що існує позитивна кореляція між прибутковістю та залученням коштів. Але жодне з цих теоретичних та емпіричних досліджень повністю не замінює традиційну версію, і тому дослідники все ще перевіряють теорію компромісу на основі початкових припущень. У літературі можна знайти суперечливі докази на користь і проти моделі компромісу та оптимальної структури капіталу. Тітман і Весселс (1988) виявили, що податковий щит без боргів і використання боргового капіталу в структурі капіталу позитивно корелюють. Результати, що суперечать цьому.

Відповідно до Модільяні та Міллера (1963), Макі-Мейсон (1990) виявив, що фірми, які зазнають податкових збитків, рідко випускають позиковий капітал. Рівень капіталу фірм є стабільним, навіть ставки податків дуже різняться (Райт, 2004). На противагу цьому Грем і Харві (2001) виявили, що вибір структури капіталу залежить від податкових ставок.

Оптимальним вибором структури капіталу фірми буде випуск боргового капіталу та/або акціонерного капіталу. Постулат теорії компромісу передбачає, що всі фірми мають оптимальний коефіцієнт заборгованості, за якого податковий щит дорівнює витратам на фінансові труднощі. Ця теорія усуває вплив інформаційної асиметрії та включає різну інформацію про конфлікти між інсайдерами та аутсайдерами.

Теорія ієрархії / Pecking Order Theory (1984), припускаючи досконалий ринок капіталу, запропонований ММ (1958), Майерс і Мейлаф (1984) пропонують теорію ієрархії, слідуючи висновкам Дональдсона (1961), який виявив, що керівництво віддає перевагу внутрішньо створеним коштам, а не використанню зовнішніх коштів. Теорія ієрархії припускає, що фірми віддають перевагу внутрішньому фінансуванню над позиковим капіталом, і пояснює, що фірми спочатку використовують внутрішні кошти, потім випускають боргові зобов'язання і, нарешті, як останню інстанцію випускають власний капітал. Аль-Таллі (2014) підтвердив те ж саме, що фірми вважають за краще фінансувати нові інвестиції спочатку за рахунок внутрішньо створених коштів, а потім за рахунок позикового капіталу, і в крайньому випадку вони вдаються до випуску акцій.

Теорія ієрархії далі пояснює, що фірми запозичують більше, коли внутрішньо створених коштів недостатньо для задоволення інвестиційних потреб (Шям-Сундер і Майерс, 1999). Майерс (2001) виявив, що коефіцієнт заборгованості фірми відображає кумулятивний показник для зовнішнього фінансування, і фірми з вищими можливостями прибутку та зростання використовуватимуть менше позикового капіталу. Якщо фірма не має інвестиційних можливостей, прибуток зберігається, щоб уникнути майбутнього зовнішнього фінансування. Подальший коефіцієнт боргу фірми представляє

накопичене зовнішнє фінансування, оскільки фірма не має оптимального коефіцієнта боргу.

Спираючись на теорію ієрархії, Харріс і Равів (1991) стверджують, що рішення щодо структури капіталу мають на меті усунути неефективність, спричинену інформаційною асиметрією. Інформаційна асиметрія між інсайдерами та аутсайдерами та поділ власності пояснюють, чому фірми уникають ринків капіталу (Myers, 2001). Фрайденберг (2004) пояснює, що випуск боргів фірми дає сигнал впевненості ринку, що керівництво фірми не боїться боргового фінансування. Далі Френк і Гойял (2007) показують, що через агентський конфлікт між менеджерами, власниками та зовнішніми інвесторами може виникати ієрархія.

Дослідження теорії ієрархії не змогли продемонструвати значення цієї теорії для визначення структури капіталу фірм. Фама та Френч (1998) порівняли теорію компромісу та теорію ієрархії, показавши, що певні особливості фінансових даних краще описуються теорією ієрархії. Недоліки цієї теорії спонукали до подальшого розвитку теорій структури капіталу, щоб вирішити проблему формування структури капіталу.

Теорія ринкового часу структури капіталу пояснює (Market Timing Theory, 2002), що фірми випускають нові акції, коли ціна їх акцій завищена, і вони викуповують акції, коли ціна акцій занижена (Бейкер М. і Вурглер Дж., 2002) [29]. Ці коливання ціни акцій впливають на корпоративні рішення щодо фінансування та, зрештою, на структуру капіталу фірми. Далі Бейкер М. і Вурглер Дж. пояснюють, що, відповідно до теорії розрахунків щодо структури капіталу, теорія ринкового часу не переходить до цільового левериджу, оскільки транзакції з акціонерним капіталом повністю відповідають умовам фондового ринку. Це означає, що зміни структури капіталу, викликані ринковими умовами, є довготривалими (Бесслер та ін., 2008).

Ця концепція пояснює, що коефіцієнти капіталу негативно пов'язані з минулою прибутковістю акцій (Бесслер 2004), а Велч (2004) виявив, що найважливішим визначальним фактором структури капіталу є прибутковість

акцій. Однак Говакімян (2006) заявив, що ринковий час не має значного впливу на структуру капіталу фірм у довгостроковій перспективі.

Кредитний рейтинг – Гіпотеза структури капіталу (CR-CS) / Credit Rating – Capital Structure (CR - CS) Hypothesis (2006). Кісген (2006) запропонував гіпотезу CR-CS як розширення існуючої компромісної теорії структури капіталу. Рішення щодо структури капіталу змінюється залежно від витрат і прибутку, пов'язаних з різними рівнями рейтингу. Далі Кісген пояснює, що зміни кредитного рейтингу безпосередньо впливають на рішення фірми щодо структури капіталу, і коли фірма наближається до зміни рейтингу, то видає менше позикового капіталу, ніж фірма, яка не наближається до зміни рейтингу. Гіпотеза CR-CS доповнює традиційні теорії структури капіталу про визначення структури капіталу.

Ключові моменти розглянутих вище теорій структури капіталу представлені у табл. 1.1.

Таблиця 1.1 – Найпоширеніші теорії структури капіталу та їх принципові відмінності

№	Назва теорії структури капіталу	Представники	Ключові положення щодо управління корпоративним капіталом
1	Теорія нерелевантності структури капіталу MM / Capital Structure Irrelevance Theory of Modigliani and Miller	Модільяні Міллер Хіршлейфер Стігліц	Формує модель ідеального ринку. На вартість фірми не впливає структура капіталу фірми. Не існує оптимального співвідношення боргу та власного капіталу, а структура капіталу не має значення для багатства акціонерів. Пізніше визнали вплив податку на вартість капіталу та вартість фірми.
2	Теорія компромісу / Trade Off Theory	Майерс Фама Френч Арнольд Бредлі Дженсон Меклінг	Оптимальний рівень боргу – це коли гранична вигода від боргового фінансування дорівнює його граничним витратам. Фірма може досягти оптимальної структури капіталу шляхом коригування рівня боргу та власного капіталу, таким чином збалансувавши податковий щит і витрати на фінансові труднощі.
3	Теорія ієрархії / Pecking Order Theory	Г. Дональдсон С. Майерс Н. Мейлаф	Мінімізація витрат і ризиків фінансування. Значення банкруту (фінансування). За допомогою вибору джерел фінансування підприємство зберігає свою фінансову стійкість. Доводить зв'язок між коефіцієнтом чистого прибутку та структурою кредиту.

4	Теорія ринкового часу / Market Timing Theory	Бейкер Вурглер Бесслер Велч	Використання можливостей поточної ринкової ситуації та дотримання балансу між справедливістю та ринковою ціною. Пояснює дії фінансових менеджерів в умовах відсутності передбачуваних даних, необхідних для оптимізації структури капіталу; Може використовуватись при поточному плануванні структури капіталу. Дозволяє визначити момент виведення акцій на ринок, враховуючи стан фондового ринку.
5	Кредитний рейтинг – Гіпотеза структури капіталу (CR - CS) / Credit Rating – Capital Structure (CR - CS) Hypothesis	Д. Кісген	Рішення щодо структури капіталу змінюється залежно від витрат і прибутку, пов'язаних з різними рівнями рейтингу.

Примітка. Розроблено за джерелами [26 – 30].

Таким чином, можемо стверджувати, що усі вищезгадані теорії – спроба зрозуміти структуру капіталу корпорацій. Теорія Модільяні та Міллера про нерелевантність структури капіталу, розроблена на основі фундаментальної природи боргу, власного капіталу фірми та нереалістичних припущень, прокладає шлях до інших теорій структури капіталу. Теорія ієрархії пояснює, як компанія збирає кошти, дотримуючись ієрархії, тоді як теорія компромісу виступає за перевагу податкового щиту та максимізацію вартості за допомогою оптимального поєднання боргу та капіталу. Використання драбини преференцій у теорії ієрархії та перевага податкового щита теорії компромісу вказують на те, що перевага «податкового щиту» обґрунтовує надання переваги зовнішньому боргу, що означає теорію компромісу як доповнення до теорії ієрархії. Розбіжності в теоріях структури капіталу виникають у поясненнях значення податків і змін в інформаційних і агентських витратах. Ці теорії, які були розроблені на основі Модільяні та Міллера (1958), не пояснюють фактичний рівень залучення капіталу, прийнятий підприємствами. Наступна теорія ринкового часу не пояснює оптимальну структуру капіталу, і згідно з цією теорією структура капіталу є результатом різноманітних рішень, які фірма прийняла з часом. Ця теорія припускає, що фірми випускають нові акції, коли помічають, що вони завищені, і що фірми викупувають власні акції, якщо вважають, що вони недооцінені. Важливо мати більш повне уявлення про

структуру капіталу фірм, оскільки ці теорії не в змозі пояснити все. Це говорить про те, що не існує єдиної теорії про структуру капіталу, яка б об'єднувала всі важливі фактори, і розв'язувала проблему формування структури капіталу.

Отже, проведене дослідження дає змогу констатувати: управління корпоративним капіталом потребує розроблення системного менеджменту, що має урахувувати різні теоретичні концепції та методичні підходи, динамічний вплив як зовнішніх, так і внутрішніх факторів. Це дає змогу краще урахувати специфіку діяльності корпорацій та їх ринкові позиції, визначити стратегічні цілі подальшого розвитку та забезпечити інвестиційну привабливість підприємств, сформуванню відповідну дивідендну політику.

1.3 Методичні підходи щодо оцінювання капіталу корпорації

Управління структурою капіталу невід'ємно пов'язане із вартістю капіталу підприємства. Проблемами оцінки вартості капіталу переважно займаються зарубіжні вчені-економісти, зокрема Г. Арнольд, Е. А. Аткинсон, А. Дамодаран, Т. Коупленд та ін. Вітчизняні вчені також приділяють увагу даному питанню, а саме Н. Н. Пойда-Носик, Т. В. Савчук, Г. О. Швиданенко та ін.

Необхідно зазначити, що розроблені закордонними ученими підходи щодо оцінювання капіталу не можуть повною мірою використовуватися в українському економічному середовищі через низьку розвиненість, відсутність прозорості, низьку інформативність вітчизняного фінансового ринку.

За визначенням І. А. Бланка сутність концепції вартості капіталу полягає у тому, що як фактор виробництва в інвестиційний ресурс капітал у будь-якій своїй формі має певну вартість, рівень якої має враховуватись у процесі його залучення в економічний процес. Учений виділяє етапи процесу оцінки вартості капіталу на підприємстві: 1) оцінка вартості окремих елементів власного капіталу підприємства; 2) оцінка вартості окремих елементів залученого позикового капіталу підприємства; 3) оцінка середньозваженої вартості капіталу підприємства [33, С. 272].

Основоположні підвалини оцінки вартості капіталу зводяться до того, що капітал є важливим фактором виробництва, що має певну вартість, закладає рівень операційних та інвестиційних витрат підприємства. Тобто вартість капіталу полягає не лише у визначенні ціни залучення капіталу, а й утворює напрями функціонування підприємства у цілому.

Врахування специфіки капіталу, зокрема його різноманітності спричиняє існування особливих рис оцінки його складових елементів.

Так оцінка вартості власного капіталу певною мірою має умовний характер, оскільки витрати на обслуговування капіталу коригуються у процесі його використання. Оскільки дивідендні виплати власникам капіталу йдуть за рахунок чистого прибутку підприємства, то ефект податкового щита не потрібен. Власники акцій отримують лише відсотки і дивіденди, оскільки для власного капіталу повернення суми вкладеного капіталу не передбачається. Зазвичай рівень ризику користування власним капіталом є нижчим, аніж для позикового капіталу.

Вартість позикового капіталу регламентується умовами контракту і є незмінною у процесі користування капіталом. Під час оцінки капіталу необхідно враховувати податковий коректор, так як виплати за обслуговування боргу у податковому обліку віднесені до складу витрат і таким чином зменшують податок на прибуток. Позиковому капіталу властиві високі рівні кредитного і відсоткових ризиків.

Процес оцінки вартості капіталу передбачає використання фактичних показників фінансової звітності і характеризується випадковістю, спричиненою коливаннями кон'юнктури фінансового ринку, динамічними змінами у кредитоспроможності суб'єкта, фінансовими ризиками та іншими чинниками.

Учені виділяють ряд принципів оцінки вартості капіталу суб'єкта господарювання, а саме:

принцип попередньої поелементної оцінки вартості капіталу, що полягає у поділі капіталу на окремі складові неоднорідні елементи, кожен з яких стає об'єктом оцінки;

принцип узагальнюючої оцінки вартості капіталу. Поелементне оцінювання виступає основою для узагальнюючого розрахунку показника середньозваженої вартості капіталу (WACC);

принцип порівняльної оцінки вартості власного і позикового капіталу. Непорівнювано кількісними є значення сформованого власного і позикового капіталу, відображених у пасиві балансу об'єкта господарювання. Для забезпечення зіставлення і коректності розрахунків середньозваженої вартості капіталу сума власної його частки повинна бути виражена в теперішній ринковій оцінці;

принцип динамічної оцінки вартості капіталу. Враховуючи динамічність факторів впливу на середньозважену вартість капіталу необхідно вносити корективи до цього показника у випадку змін вартості окремих елементів капіталу. Цей принцип допускає оцінювання і за сформованим, і за прогнозованим капіталом;

принцип взаємозв'язку оцінки поточної і майбутньої середньозваженої вартості капіталу. Такий взаємозв'язок забезпечується використанням показника граничної вартості капіталу, завдяки якому стає можливим розрахувати приріст середньозваженої вартості капіталу на суму кожної нової додатково залученої одиниці;

принцип визначення межі ефективного використання додатково залученого капіталу. Оцінка вартості капіталу завершується визначенням показника граничної ефективності капіталу. Цей показник характеризує співвідношення приросту рівня прибутковості додатково залученого капіталу і приросту середньозваженої вартості капіталу [36, С. 34-35; 37, С. 37].

У науковій літературі розглядаються різноманітні підходи до оцінювання вартості власного капіталу, серед яких можна виокремити модель постійних дивідендів, модель Гордона (приросту дивідендів), дохідний підхід, модель оцінки капітальних активів (CAPM), метод «дохідність облігації плюс премія за ризик».

Відповідно до моделі постійних дивідендів вартість власного капіталу необхідно визначати як поточну вартість дивідендів, які акціонери отримують або очікують отримувати. Тобто в основі підходу лежить твердження про те, що виплати з чистого прибутку у вигляді дивідендів – плата за використання власного капіталу. Використання цієї моделі має низку проблем для українських акціонерних товариств, оскільки багато АТ не проводять регулярні виплати дивідендів. Також слід відзначити, що у разі застосування цього підходу капіталізована частина прибутку, що залишається на підприємстві й реінвестується, не враховується.

Дохідний підхід полягає у врахуванні під час розрахунків повного обсягу прибутку, який залишається у користуванні підприємства. Аналітичні дані обираються між минулими і прогнозованими значеннями показників, які беруться до уваги під час визначення вартості власного капіталу.

Модель оцінки капітальних активів полягає у визначенні нормальної ринкової дохідності акцій, скоригованої в залежності від ступеня ризику. Необхідна умова застосування підходу – існування та функціонування розвинутого ринку цінних паперів.

Метод «дохідність облігації плюс премія за ризик» полягає у вирахуванні очікуваної дохідності акцій як дохідності облігацій певного підприємства з додаванням премії за ризик, пов'язаних з інвестуванням коштів у акції цього підприємства. Премія лишається константною за умови стабільності ринкових відсоткових ставок. У періоди низьких відсоткових ставок премії за ризик підвищуються, а у періоди високих відсоткових ставок – знижуються.

Характеристика моделей оцінки власного капіталу представлена у додатку А, табл. А.1.

Різновидом розширення діяльності підприємства є використання позикового капіталу, що дає можливість покращити фінансовий потенціал для власного розвитку і підвищити фінансову рентабельність. Однак необхідно пам'ятати, що одночасно з цим зростає і фінансовий ризик і загроза банкрутства. До особливостей оцінки вартості позикового капіталу відносять: відсутність

проблем у формуванні базового показника оцінки вартості, що залежить від умов кредитного договору, умов емісії тощо; врахування податкового коректора, що зумовлене зарахуванням виплат з обслуговування боргу до валових витрат, які відповідно знижують розмір оподаткованого прибутку підприємства; зв'язок вартості позикового капіталу і рівня кредитоспроможності підприємства; зв'язок позикового капіталу зі зворотним грошовим потоком з обслуговування боргу і погашення зобов'язань за основною сумою цього боргу, що спричиняє особливі види фінансових ризиків, у тому числі банкрутство.

Доволі універсальним підходом визначення вартості позикового капіталу є метод, де ціна позикового капіталу характеризується відношенням витрат, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів, до величини залученого капіталу.

Важливим показником стану підприємства є рівень його заборгованості. У випадку високої питомої ваги позикових коштів може розглядатися можливість банкрутства. За умови використання підприємством власних коштів ризик банкрутства знижується, але інвестори отримують невеликі дивіденди і починають збувати акції, що спричинює зниження ринкової вартості суб'єкта господарювання [38, С. 197; 39, С. 108].

У науковій літературі розглядаються різноманітні підходи до оцінювання вартості позикового капіталу, серед яких можна виокремити банківський кредит, товарний (комерційний) кредит, фінансовий лізинг, за рахунок емісії облігацій, облігаційна позика.

Аналіз основних підходів до оцінки вартості позикового капіталу представлено у додатку А, табл. А.1.

Після завершення вирахування вартості окремих елементів капіталу наступний етап – це розрахунок середньої вартості капіталу у вигляді показника середньозваженої величини вартості усіх елементів капіталу для отримання критерію для обрання наступних інвестицій, які можна оцінити за ставкою дохідності для гарантування достатності компенсації витрат інвесторам капіталу.

Слід звернути увагу на те, що у науковій літературі розглядають інші методичні підходи до оцінки вартості капіталу, а саме: витратний, прибутковий, ринковий (порівняльний) та опціонний.

Витратний підхід полягає в оцінці вартості підприємства з погляду витрат на його створення за умови, що воно в майбутньому залишиться діючим. Дохідний підхід розглядає здатність підприємства створювати додаткову вартість і розмір доходів, який буде отримувати власник. Порівняльний підхід займається зіставленням вартості підприємства з вартістю інших аналогічних підприємств. Опціонний підхід дає можливість оцінювати вартість різних фінансово-економічних об'єктів зі змінним рівнем ризику.

Також поширеними є методи оцінки вартості підприємства з результируючими показниками діяльності компанії, що об'єднані у певні групи. Наприклад, метод оцінки, що базується на грошових потоках (FCF – Free Cash Flow, ECF – Equity Cash Flow, CCF – Capital Cash Flow, FTE – Flow to Equity); методи, що базуються на чистій приведеній вартості (NPV – Net Present Value, APV – Average Present Value); методи, що базуються на доданій вартості (EVA – Economic Value Added, MVA – Market Value Added).

Таким чином, важливим в оцінюванні капіталу корпорації є поетапність (оцінка вартості окремих елементів власного капіталу підприємства; оцінка вартості окремих елементів залученого позикового капіталу; оцінка середньозваженої вартості капіталу) та дотримання основних принципів оцінки вартості капіталу суб'єкта господарювання.

Розглянуті методи та моделі оцінювання капіталу свідчать про застосування різних ознак та аналітичних даних і відповідно існування великої кількості підходів, кожен з яких не є універсальним і потребує подальших досліджень.

Висновки до розділу 1

Провівши дослідження теоретичних аспектів управління капіталом у корпорації можливо зробити наступні висновки:

1. Починаючи з 1991 року відбувається формування корпоративного сектору економіки України, внаслідок чого було створено відповідну законодавчу базу, однак поняття акціонерного капіталу не отримало чіткого визначення на державному рівні. Воно є складною і багатогранною категорією, яка спричиняє велику кількість трактувань. Найбільш прийнятним вважаємо твердження акціонерного капіталу як капіталу акціонерного товариства, що створюється за рахунок внесків акціонерів шляхом придбання ними цінних паперів (акцій) і вираженого у матеріальному (капіталізована частина прибутку) та нематеріальному вигляді (одержання додаткової вартості у формі прибутку, дивідендів та інших доходів, включаючи сучасні механізми мобілізації інвестиційного капіталу на фондових ринках) для забезпечення максимізації добробуту акціонерів та соціально-економічного ефекту його діяльності. Еволюція розуміння сутності корпоративного капіталу дає змогу констатувати, що його зміст, інструменти, методи та механізми управління також еволюціонують. Це пов'язано із новими суспільними цінностями щодо реалізації концепції сталого розвитку, цілями сталого розвитку підприємств та втіленням принципів корпоративної соціальної відповідальності бізнесу, новітніми концепціями суспільного розвитку в умовах посилення викликів зовнішнього та внутрішнього середовища, нових глобальних трендів.

2. Розглянуті теорії структури капіталу, зокрема, теорія нерелевантності структури капіталу Модільяні та Міллера, теорія компромісу, теорія ієрархії, теорія ринкового часу, кредитний рейтинг – гіпотеза про структуру капіталу, показали, що не існує єдиної теорії про структуру капіталу, яка б об'єднувала всі важливі фактори, і розв'язувала проблему формування структури капіталу. Проведене дослідження дає змогу констатувати: управління корпоративним капіталом потребує розроблення системного менеджменту, що має урахувати

різні теоретичні концепції та методичні підходи, динамічний вплив як зовнішніх, так і внутрішніх факторів. Це дає змогу краще урахувати специфіку діяльності корпорацій та їх ринкові позиції, визначити стратегічні цілі подальшого розвитку та забезпечити інвестиційну привабливість підприємств, сформувавши відповідну дивідендну політику.

3. Розглянуті методи та моделі оцінювання капіталу свідчать про застосування різних ознак та аналітичних даних і відповідно існування великої кількості підходів, кожен з яких не є універсальним і потребує подальших досліджень. Вважаємо найбільш прийнятним для управління корпоративним капіталом підхід до оцінювання вартості капіталу І. А. Бланка, який пропонує оцінювати поетапно: 1) оцінка вартості окремих елементів власного капіталу підприємства; 2) оцінка вартості окремих елементів залученого позикового капіталу підприємства; 3) оцінка середньозваженої вартості капіталу підприємства.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМ КАПІТАЛОМ «КЕРНЕЛ ГРУП»

2.1 Характеристика діяльності АТ «Кернел» як суб'єкта господарювання

Сучасний розвиток сільського господарства є надзвичайно важливою галуззю економіки для України та супроводжується активним розвитком корпорацій міжнародного рівня. За даними Міністерства аграрної політики у 2021 році сільське господарство показало найвищий приріст виробництва – 14,4 %. За підсумками року на сільгосп підприємствах виробництво збільшилося на 19,2 %. У результаті сільське господарство торік дало найвищий відсоток до ВВП серед усіх секторів економіки – понад 10 %. На агропродовольчу продукцію також припадає найбільший відсоток у загальному експорті України – близько 41 % за рік [44].

Попри війну та логістичні перешкоди через неї, Україна залишається лідером з виготовлення та експорту соняшникової олії. Український агробізнес готовий змінити світовий ринок олійних культур, останнє десятиліття Україна стабільно утримує лідерські позиції серед основних експортерів олійних. За даними Мінагрополітики наразі війна підштовхнула виробників до нових революційних рішень, які вплинуть на весь ланцюг постачань. Наприклад, Україна з Польщею підписали меморандум щодо будівництва трубопроводу, який транспортуватиме олію з України до Польщі. Новий транспортний коридор має запрацювати вже 2023 року. Це довгостроковий проєкт, який змінить ринок. Ідея полягає в експорті рослинної олії з польських портів до третіх країн. Планова потужність – до двох мільйонів тон олії на рік [45].

Відповідно до даних Державної служби статистики України, площі під цією культурою за останнє десятиліття зросли на понад 30% – із 4,417 млн га у

2010 році до 6,509 млн га у 2021-му. Завдяки цьому, українські аграрії у 2021 році зібрали рекордний урожай соняшника – понад 16,2 млн тон. Такого показника вдалося досягти завдяки зростанню середньої врожайності культури (до 25,13 ц/га) та вже згаданому збільшенню посівних площ [45].

Перспективність торгівлі олійними культурами приваблює все більше аграріїв ще й через екологічний аспект, адже соняшник – посухостійка рослина. Тому ці рослини витісняють зернові культури. Вже цієї осені український агробізнес скоротив посіви зернових на 25 – 35 %, натомість більше будуть сіяти саме олійні культури [43].

АТ «Кернел» – це провідний виробник та експортер соняшникової олії, ключовий постачальник сільськогосподарської продукції з регіону Чорноморського басейну на світові ринки. Експорт продукції підприємства відбувається понад як у 60 країн світу. У 2021 фінансовому році група компаній експортувала 11 млн. тонн с/г продукції з України по всьому світу [47 – 49].

До складу компанії входять десятки підприємств в Києві, Вінницькій, Дніпропетровській, Донецькій, Запорізькій, Кіровоградській, Луганській, Львівській, Миколаївській, Одеській, Полтавській, Харківській, Черкаській, Хмельницькій областях [47 – 49].

Центральною компанією холдингу в Україні є ТОВ «Кернел-Трейд». Головний офіс АТ «Кернел» в Україні розташований за адресою 01001, м. Київ, пров. Т. Шевченка, 3 [52 – 53].

До портфелю торгових марок соняшникової олії АТ «Кернел» належать: «Щедрий Дар», «Стожар», «Чумак Домашня», «Чумак Золота», «Qlio», «Маринадо», «Blanc», «Premi», а також «Kernel» [49].

Також компанія є членом багатьох асоціацій, а саме [49]:

Американська торговельна палата в Україні;

Європейська Бізнес Асоціація;

Міжнародна Асоціація Торгівлі Зерном та Кормами;

Федерація асоціацій торгівлі олійними культурами, насінням та жирами;

Укроліяпром;

Українська Зернова Асоціація.

U.S.-Ukraine Business Council

Ukrainian Network of Integrity and Compliance

АТ «Кернел» є абсолютним лідером серед агрохолдингів України як за обсягами експортованого зерна (у 2018-2019 році уперше експортовано 6,1 млн тонн зернових), так і за всіма сегментами та напрямками діяльності, що відображено у табл. 2.1 [49].

Таблиця 2.1 – Напрямки діяльності АТ «Кернел»

Сегмент переробки олійних культур	Сегмент інфраструктури і трейдингу	Сегмент агробізнесу
Виробник соняшникової олії №1 (7% світового виробництва) та експортер (12% світового експорту) у світі	Експортер зерна №1 з України з 18% загального експорту зерна країни у 2021 фінансовому році	№1 виробник зернових культур в Україні з 506 тис. га орендованих сільськогосподарських угідь
Провідний виробник та продавець бутильованої соняшникової олії в Україні	Експортний термінал в Україні потужністю перевалки зерна 10 млн тонн на рік	Сучасні великомасштабні операції, застосування агрономічних методів з позицій сталого розвитку, кластерна система управління та експортно-орієнтована суміш культур
9 заводів з переробки олійних культур, розташованих по всій соняшниковій смузі в Україні	1 приватна мережа зернових силосів в Україні з потужністю зберігання 2,3 млн тонн	Майже 100% обсягів продажів проходить через власні сегменти переробки зерна, інфраструктури та насіння олійних культур, що забезпечує значний прибуток
3,7 млн тонн – річна потужність переробки насіння соняшнику	Парк приватних зерновозів №1 в Україні (3,4 тис. бункерів)	
Орієнтована на експорт бізнес-модель з обмеженою залежністю від місцевої економіки		

Примітка. Розроблено за джерелами [49].

За своєю структурою АТ «Кернел» є вертикально-інтегрованою компанією, тобто кожен етап ланцюгів поставок, починаючи з виробництва сировини і закінчуючи продажем готової продукції, знаходиться під контролем.

Необхідно відзначити, що всі бізнес-сегменти компанії взаємопов'язані між собою і працюють злагоджено та послідовно, а саме [49]:

виробництво, експорт та внутрішній продаж соняшникової олії;
високотехнологічне рослинництво;
експорт зернових культур;
надання послуг зі зберігання та перевалки зерна на елеваторах і портових терміналах.

Бізнес-модель компанії включає такі структурні елементи (рис. 2.1):
власні сільські підприємства,
підрозділи закупівлі зернових культур,
елеватори для зберігання власної сировини та надання послуг контрагентам,
олійно-екстракційні заводи для виробництва та фасування соняшникової олії,
підрозділи залізничного транспортування,
експортні термінали в портах,

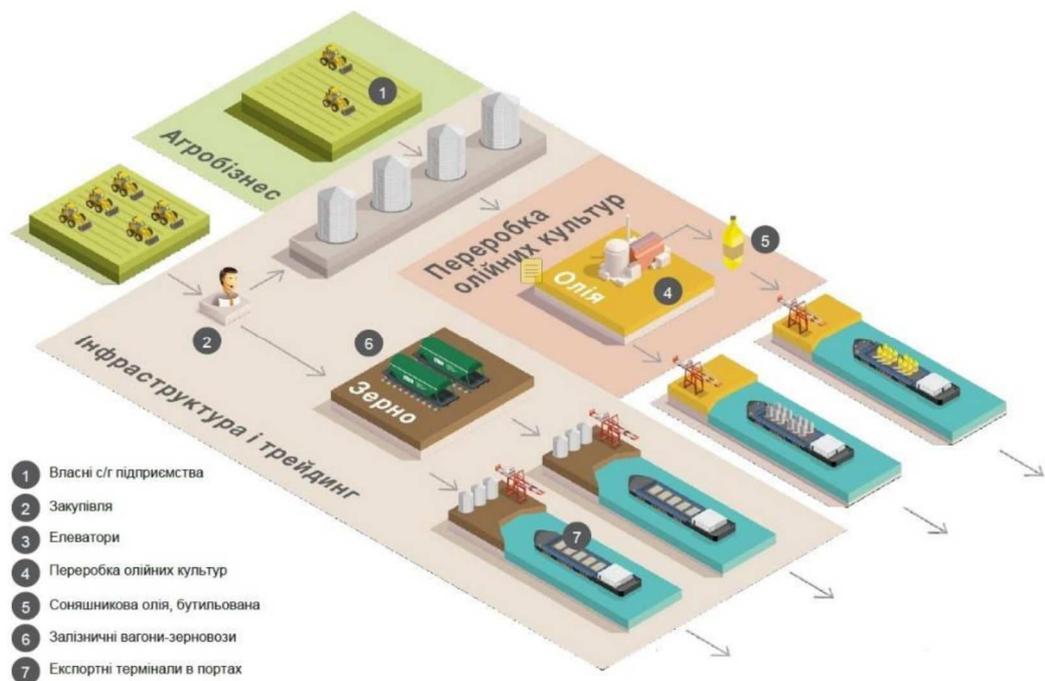


Рис. 2.1 – Бізнес-модель АТ «Кернел» [49]

Коротко зупинимося на головних віхах в історії холдингу (табл. 2.2).

Таблиця 2.2 – Історична довідка про основні етапи розвитку АТ «Кернел»

Рік	Подія
1995	Розпочато торгівлю українською сільськогосподарською продукцією з міжнародними трейдерами. Компанія придбала перші зернові елеватори, що стали ключовими активами для логістики зерна.
2002	АТ «Кернел» придбав перший завод з виробництва олії в Україні, м. Полтава. Розвиває елеваторні потужності. Купує сільгоспідприємства, за допомогою яких збільшує обсяг оброблюваних площ, орендованих на довгостроковій основі. Стає виробником і переробником сільгосппродукції, збільшує свій експортно-виробничий потенціал.
2004	Придбання марки соняшникової олії ТМ «Щедрий Дар» (бутильована соняшникова олія) і заводу з переробки та екстракції олії на сході України.
2006	Купівля виробничих активів компанії «Євротек», збільшує обсяг виробництва олії, що допомагає посісти лідерську позицію в аграрному секторі України.
2007	Акції компанії торгуються на Варшавській фондовій біржі (WSE). З компанією «Чумак» укладається ліцензійна угода на право виробництва і продажу соняшникової олії ТМ «Чумак золота» і «Чумак домашня».
2008	Компанія придбала другий за величиною портовий термінал в Чорноморському порту, збільшує експорт зерна виробленого в Україні. Кількість орендованих земель збільшується до 80 тис. гектарів.
2009	АТ «Кернел» збільшує потужності з виробництва олії в чорноморському регіоні, уклавши договір про переробку давальницької сировини з річним обсягом 230 тис. тонн насіння соняшнику на заводі з виробництва олії, який розташований в Чорноморському порту поруч із власним портовим терміналом.
2010	АТ «Кернел» купує активи компанії – конкурента «Allseeds», а також вводить в експлуатацію новий мультизерновий завод на півночі України. Обсяг переробки насіння соняшнику збільшується до 2 млн. т на рік. Разом із заводом «Allseeds» до складу підприємства увійшли портові термінали для експорту соняшникової олії та шроту.
2011	Збільшення кількості земель до 230 тис. гектарів за допомогою купівлі нових заводів у Центральній та Західній Україні, купівля заводу з переробки насіння соняшника «Українська Чорноморська Індустрія» та компанію «Русские масла», виходячи на ринок РФ, виробнича потужність компанії зростає до 2,6 млн. тонн на рік.
2012	Купує два олійноекстракційні заводи в Полтавській та Хмельницькій області, експортно зерновий термінал в порту Тамань в Росії. АТ «Кернел» входить в трійку лідерів за кількістю поголів'я і по валу молока в країні. Тваринництво в АТ «Кернел» з'явилося в 2012 р.
2013	Обсяг продажу соняшникової олії сягає 1 млн. т, а частка компанії в міжнародній торгівлі соняшникової олії – 16%. Обсяг експорту зернових зростає до 3 млн. т. АТ «Кернел» купує одну з найбільш високотехнологічних компаній на агроринку України – «Дружба– Нова». Земельний банк цієї компанії налічує майже 100 тис. Га і сконцентрований на півдні Чернігівської та Сумської областей, а також на півночі Полтавської області. Елеваторні потужності компанії становлять 100 тис. т зберігання. За результатами 2013р. кількість земель в користуванні сягає 400 тис. гектарів.
2014	Збільшення експорту зернових культур до 4 млн. тонн, запуск нових елеваторів загальною потужністю 200 тис. тонн.
2015	Зменшує частку позикового капіталу та виплачує за результатами 2014 року перші дивіденди в сумі 19,9 млн. дол.

Продовження таблиці 2.2

1	2
2016	Купує завод з переробки насіння соняшника в Кіровоградській області, продає два олійноекстракційних заводи в Росії, які переробляли 200 тис. тон соняшникового насіння на рік. Також продає завод олійний в Миколаєві.
2017	Розширює діяльність шляхом придбання активів холдингу «Українські Аграрні Інвестиції» та компанії «Агро Інвест Україна». Землі в користуванні АТ «Кернел» перевищує 600 тис. гектарів. Міжнародне рейтингове агентство Fitch присвоїло цінним паперам компанії кредитний рейтинг «В+», а агентство S&P – «В+».
2018 – 2019	У 2018– 2019 році АТ «Кернел» уперше експортував 6,1 млн тонн зернових. Це абсолютний рекорд для компанії та України. Придбав залізничних вагонів–зерновозів, та в результаті розширило наші логістичні потужності та можливості забезпечення поставок зерна. Придбання 5,85% частки у ViOil (бізнес з переробки олійних культур). Придбання заводу з переробки олійних культур ТОВ «Еллада олійноекстракційний завод».
2020	Продаж експортно зернового терміналу в порту Тамань в Росії.
2021	Трансбалктермінал АТ «Кернел» здобув перемогу в номінації «Зерновий термінал року» Національного морського рейтингу України. Також ТБТ посів друге місце у номінації «Темпи росту», наростивши вантажообіг зернових у 2020/21 маркетинговому році на 22%.

Примітка. Розроблено за джерелами [47 – 53].

Агропідприємства компанії розділені на кластери у межах Харківської, Полтавської, Сумської, Чернігівської, Черкаської, Вінницької, Хмельницької, Тернопільської, Кіровоградської, Миколаївської, Одеської областей. Загальний земельний банк становить більше 506 тис. гектарів.

АТ «Кернел» належить 8 сучасних олійноекстракційних заводів (Старокостянтинівський ОЕЗ, Українська Чорноморська індустрія, Бандурський ОЕЗ, Придніпровський ОЕЗ, Кропивницький ОЕЗ, Полтавський ОЕЗ, Вовчанський ОЕЗ, Приколотнянський ОЕЗ) загальною потужністю переробки 3,5 млн тонн насіння соняшника на рік.

Елеватори, розташовані по всій території агробізнесу АТ «Кернел», загальною потужністю зберігання 2,4 млн. т.

Портові термінали компанії замикають інфраструктурну ланку руху товару з поля на вантажні судна, забезпечуючи оперативність і якість експортної логістики. Потужність перевалки зернових культур та шроту в портах становить 6,5 млн тонн на рік.

До стратегії компанії належать прагнення збільшувати масштаби і ефективність низьковитратної бізнес-системи для щорічного експорту 20 мільйонів тонн агропродукції з України шляхом стратегічних придбань, зміцнення лояльних відносин з місцевими фермерами та постійного розвитку співробітників «Кернелу». Стратегічні цілі: 6,0 млн тонн переробки олійних культур на рік, з яких 35% становлять внутрішні поставки; щорічний експорт зерна з України становить 15 млн тонн, з яких 50% складають внутрішні поставки; 4 млн тонн продукції власного виробництва щороку на 0,7 млн га сільськогосподарських земель під операційним контролем.

Підхід до сталого розвитку [50]:

досягнення відповідних цілей сталого розвитку ООН;

підтримка цілей Європейського зеленого курсу за допомогою активних дій із захисту клімату;

виконання ролі амбасадора сталого сільського господарства в Україні шляхом поширення ресурсозберігаючої, екологічно і соціально відповідальної виробничої практики серед наших партнерів в ланцюжках поставок;

забезпечення достойних і безпечних умов праці, належних ресурсів і середовища для навчання, а також рівних можливостей для самореалізації, щоб залишатися етичним бажаним роботодавцем;

активне сприяння поліпшенню добробуту місцевих громад.

Слід зауважити, що у 2022 році Рада Директорів АТ «Кернел» заснувала новий комітет – зі сталого розвитку (Sustainability committee). Він буде відповідати за визначення пріоритетів та реалізацію стратегічної діяльності компанії в сферах кліматичних ризиків і можливостей, захисту навколишнього середовища, розвитку соціального та людського капіталу та управління сталим розвитком[54].

Серед основних завдань комітету:

нагляд за дотриманням ефективності корпоративної функції сталого розвитку компанії та групи;

консультування Ради Директорів щодо забезпечення впровадження принципів ESG та аспектів кліматичного корпоративного управління у стратегію АТ «Кернел», бізнес-цілі та всіх бізнес-операціях;

консультування Ради Директорів стосовно ключових трендів ESG та кліматичного корпоративного управління в сферах державної політики, законодавства та ринків капіталу нових можливостей;

надання рекомендацій стосовно нових бізнес-можливостей, пов'язаних з ESG та кліматичною повісткою, на міжнародних ринках та стратегічних напрямків розвитку холдингу.

«Попри складнощі воєнного часу, АТ «Кернел» продовжує дотримуватися визначених пріоритетів діяльності бізнесу. Поява комітету зі сталого розвитку – це важливий етап у розвитку системи кліматичного корпоративного управління компанії та інтеграції принципів сталого розвитку в операційну діяльність, які були і залишаються невід'ємною складовою бізнес-стратегії АТ «Кернел». Те, що відтепер окремий наглядовий орган у Раді директорів буде підтримувати розробку стратегії ESG, в яку будуть входити завдання та цілі кліматичної повістки, а також опікуватись її реалізацією – ще один доказ нашої готовності не лише справлятися з викликами теперішнього часу, а продовжувати інвестувати у майбутнє», – зазначив Євген Осипов, CEO АТ «Кернел».

Розвиток функції сталого розвитку АТ «Кернел» стосується багатьох напрямів діяльності компанії. Виконання взятих на себе зобов'язань, а також реалізація нових бізнес-можливостей у цій сфері реалізується завдяки залученню всіх сегментів холдингу до відповідних ініціатив. Зокрема, йдеться про ініціативи, пов'язані із визначенням ролі АТ «Кернел» в досягненні Глобальних цілей сталого розвитку та цілей Паризької угоди. Водночас компанія постійно вдосконалює системи внутрішнього обліку ESG-показників, працює над побудовою системи управління кліматичними ризиками, покращує нефінансову звітність відповідно до міжнародних стандартів тощо. Створення у АТ «Кернел» спеціалізованого комітету зі сталого розвитку – це вагомий управлінський крок до реалізації цих процесів.

Головні принципи менеджменту АТ «Кернел»: фінансова стабільність, стійка ділова репутація, професійна команда (рис.2.2).



Рисунок 2.2 – Головні принципи менеджменту АТ «Кернел» [47]

Фінансова стабільність досягається через:

стратегічний системний менеджмент – принципи управління компанії забезпечують перехід від кількісного зростання до якісного. Тут каскадується стратегія і цілі на операційний рівень, трансформується їх реалізація в щоденну роботу управлінців, розвивається культура внутрішнього підприємництва та безперервного вдосконалення;

синергія бізнес-напрямів – бізнес-сегменти АТ «Кернел» тісно пов'язані між собою стратегічною єдністю та узгодженістю цілей, їхня взаємна інтеграція створює додаткову вартість і сприятливо впливає на загальний фінансовий результат. Регулярно проводиться бенчмаркінг сегментів, ефективно використовується експертиза і впроваджуються успішні корпоративні практики. У компанії застосовується синергія взаємодії бізнесів, підрозділів і функцій для отримання найвищого результату;

ефективне управління активами і ресурсами – захист активів, підвищення їхньої ефективності, дбайливе ставлення до грошових і матеріальних ресурсів,

інформації, управління ключових ризиків. Пріоритетом є інтереси компанії. Відповідальне ставлення до раціонального, ефективного використання й захисту ресурсів компанії;

зміни та інновації – гнучкість у прийнятті рішень. Поліпшення якості активів, побудова сучасних технологічних підприємств, вдосконалюємо процеси, навчаємо персонал. Орієнтація на світові практики й адаптація під компанію найкращих з них із врахуванням політичної та ринкової специфіки, змін зовнішнього середовища й унікальних особливостей АТ «Кернел».

Стійка ділова репутація реалізовується завдяки:

прозорості і чесності. АТ «Кернел» – публічна компанія. Прозорість і чесність – запорука успіху холдингу у відносинах з колегами, акціонерами, інвесторами та партнерами. Достовірність і відкритість інформації є основою нашої діяльності. Вчасне проходження незалежного аудиту і публікація фінансової звітності, оприлюднення інформації про стратегію агрохолдингу, операційну діяльність, істотні ризики. Відсутність маніпуляцій фінансовими даними, проведення публічних тендерів та відкрита аргументація позиції щодо вибору постачальників;

відповідальному лідерству. Відповідальне ставлення до лідерства на ринку і того впливу, який АТ «Кернел» має на країну, людей і компанії. Сприяння розвитку аграрного сектора, формування ділової культури ведення національного бізнесу. Своєчасне реагування на звернення партнерів, відповідальність за взяті на себе зобов'язання, виконання умов контрактів. Захист репутації компанії, недопущення дій, які можуть негативно позначитись на корпоративному іміджі;

дотримання законів і правил. Дотримання чинного законодавства та міжнародних правових норм. Діяльність холдингу здійснюється із врахуванням корпоративних цінностей і керівних принципів, внутрішніх політик і процедур. Недопущення проявів корупції та шахрайства в компанії, протидія конфліктам інтересів, які можуть призвести до фінансових і репутаційних втрат. Захист та просування інтересів компанії законними професійними способами;

сталому розвитку і соціальній відповідальності. Оскільки компанія будується з довгостроковою перспективою, тому сталий розвиток розглядається як один з основних принципів діяльності АТ «Кернел». Створення комфортних і безпечних умов праці для співробітників компанії, надання їм широких можливостей для навчання та професійного зростання. Мінімізація використання енергоресурсів на всіх виробничих етапах, дбайлива обробка землі та контроль якості продукції АТ «Кернел». Відкрита співпраця з місцевими громадами й орендодавцями, щорічно реалізуються сотні масштабних соціальних проектів у регіонах присутності компанії.

Професійна команда лідерів здійснює свою роботу на основі таких принципів:

- партнерство і єдність цілей;
- залученість як внутрішнє підприємництво;
- взаємоповага і довіра;
- розвиток потенціалу людей.

У своїй роботі АТ «Кернел» керується світовими практиками корпоративного управління, зокрема рекомендованими для емітентів Варшавської фондової біржі, а також фондовою біржою Люксембургу. Це знайшло своє відображення у Статуті компанії, Статуті корпоративного управління, Кодексі поведінки, політиках АТ «Кернел», звітності.

Система управління компанії характеризується багаторівневістю структури і складається з ради директорів, генерального директора, якому підпорядковуються директори по окремим напрямкам – дивізіонам та департаментам. Керівний орган – рада директорів, до якої входять 9 директорів (троє незалежних). При ній діють наступні комітети:

Аудиторський комітет – здає і оцінює аудиторські, бухгалтерські й фінансові процеси, з займається моніторингом повноти і достовірності фінансової інформації;

Комітет з призначень і винагород – сприяє у розгляді кандидатур для обрання чи переобрання до складу Ради директорів, а також у визначенні

критеріїв і процедур винагородження директорів;

Комітет зі сталого розвитку (про який вже згадувалося вище) – відповідає за визначення пріоритетів та реалізацію стратегічної діяльності Компанії в сферах кліматичних ризиків і можливостей, захисту навколишнього середовища, розвитку соціального та людського капіталу та управління сталим розвитком (додаток Б, рисунок Б.1).

На щорічних зборах акціонерів визначається аудитор, який проводить річний аудит, фінансові звітності компанії. З 2012 року таким аудитором є компанія Deloitte Audit S.à r.l. [49].

Таким чином, АТ «Кернел» – сучасний розвинутий холдинг агропромислового комплексу України, основною сферою діяльності якого є експорт сільськогосподарських культур та виробленої на їх основі продукції. Менеджмент компанії дотримується міжнародних стандартів ведення бізнесу і стратегії концентрованого росту. За своєю структурою АТ «Кернел» є вертикально-інтегрованою компанією, тобто кожен етап ланцюгів поставок, починаючи з виробництва сировини і закінчуючи продажем готової продукції, знаходиться під контролем. Система управління АТ «Кернел» характеризується багаторівневістю структури. У компанії будують чіткі стратегії із врахуванням парадигми сталого розвитку. Менеджмент АТ «Кернел» керується у своїй діяльності принципами фінансової стабільності, стійкої ділової репутації, професійної команди.

2.2 Фінансово-економічний аналіз результатів господарської діяльності АТ «Кернел»

Компанія АТ «Кернел» приділяє значну увагу людському капіталу. У Кодексі поведінки АТ «Кернел» професійну команду лідерів проголошено однією з ключових цінностей. Відповідно до цього відбувається пошук і залучення найкращих людей, їх розвиток і утримання, чим і забезпечується

сталість діяльності компанії. В агрохолдинзі дотримуються Основоположних конвенцій Міжнародної організації праці (МОП) [51].

Загальна кількість співробітників компанії скоротилася на 6% порівняно з аналогічним періодом минулого року до 11 256 співробітників (в еквіваленті повної зайнятості) станом на 30 червня 2021 року, зіткнувшись з двома протилежними тенденціями:

з одного боку, у зв'язку з підвищенням продуктивності праці відбулася оптимізація персоналу в фермерських і силосних підприємствах. Крім того, невелика частина зниження пояснюється вибуттям деяких компаній у рамках програми оптимізації бази активів групи;

з іншого боку, нові працівники наймаються на нові об'єкти, як нещодавно введені в експлуатацію, так і ті, що будуються.

Більш детально показники людського капіталу розглянуті у таблиці 2.3.

Таблиця 2.3 – Показники розвитку людського капіталу АТ «Кернел» (2019 – 2021 рр.)

Показник	2019	2020	2021
Загальна кількість працівників, осіб	13,397	11,928	11,256
За географією:			
Україна	13,355	11,882	11,208
Інші країни	42	46	48
За рівнем:			
Менеджери	885	908	936
Спеціалісти	3,665	3,452	3,354
Робітники	8,847	7,568	6,966
За секторами бізнесу:			
Переробка олійних культур	2,258	2,203	2,253
Інфраструктура і торгівля	2,990	2,718	2,592
Фермерство	7,405	6,232	5,609
Головний офіс та ін.	744	775	802
За типом контракту з працевлаштування, регіоном:			
На постійній основі	12,794	11,440	10,614
Україна	12,752	11,394	10,566
Інші країни	42	46	48
Сезонні і тимчасові	603	488	642
Україна	603	488	642
Інші країни	0	0	0

Продовження таблиці 2.3

За типом контракту з працевлаштування, статтю:			
На постійній основі	12,794	11,440	10,614
Чоловіки	9,383	8,440	7,750
Жінки	3,411	3,000	2,864
Сезонні і тимчасові	603	488	642
Чоловіки	514	409	581
Жінки	89	79	61
За типом працевлаштування, за статтю			
Повний робочий день	13,143	11,641	11,162
Чоловіки	9,774	8,538	8,279
Жінки	3,369	3,103	2,883
Неповний робочий день	254	287	94
Чоловіки	123	196	54
Жінки	131	91	40

Примітка. Розроблено за джерелами [49].

Окремо розглянемо динаміку змін фонду оплати праці працівників компанії за період 2019 – 2021 рр., рис. 2.5.

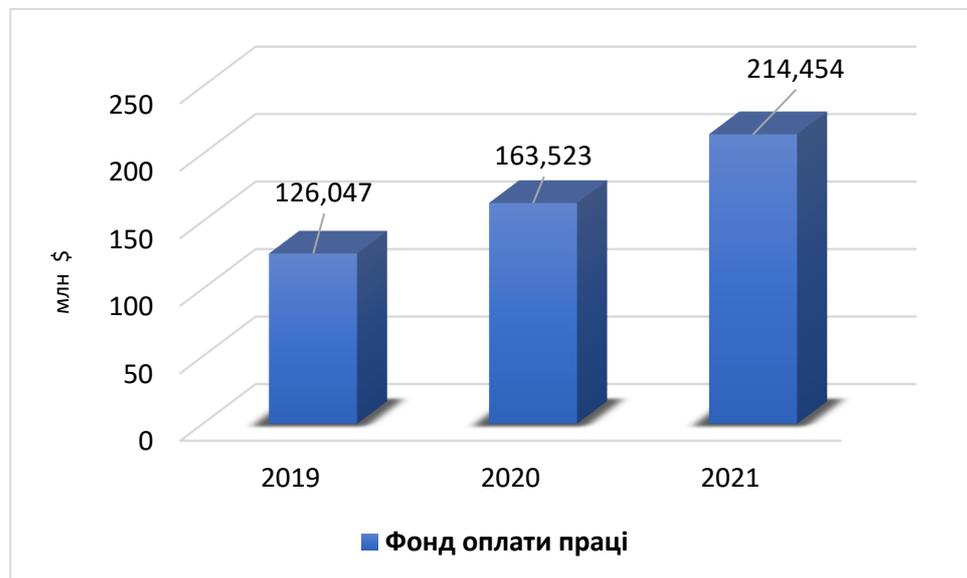


Рисунок 2.5 – Динаміка змін фонду оплати праці за 2019-2021 рр. (розроблено автором на основі [49])

Як бачимо, показник поступово зростає, досягнувши у 2021 році 214,454 млн. доларів США, що на 50,931 млн. доларів США більше за

попередній рік і на 88,407 млн. доларів США більше за 2019 р. У відсотковому відношенні у 2021 році оплата праці у АТ «Кернел» збільшилася на 31 % у порівнянні з 2020 роком і на 70 % у порівнянні з 2019 роком. Тобто констатуємо стабільний ріст оплати праці співробітників холдингу, що відповідає проголошеним принципам компанії щодо кадрової політики і відповідає стратегії сталого розвитку АТ «Кернел».

Слід зазначити, що трудові відносини в АТ «Кернел» регулюються національним законодавством. У 2021 фінансовому році АТ «Кернел» знову увійшов до числа найкращих роботодавців України, цього разу за версією «Фокус медіа». У рейтингу, складеному «Forbes Україна», компанія посіла 4 місце серед топ-50 найкращих роботодавців України та перше місце серед роботодавців у сільському господарстві, зайнявши особливе місце за такими показниками, як лояльність співробітників, робоче місце та робочий графік, відкритість та оптимізація. можливості для зростання.

Розглянемо деякі ключові фінансові показники звітності АТ «Кернел» за 2019 – 2021 рр., представлені в табл. 2.4.

Таблиця 2.4 – Прибутки та збитки АТ «Кернел» за період 2019 – 2021 рр.

Показник, US \$ тис.	2019	2020	2021
Дохід (Revenue)	3,960,231	4,106,780	5,647,154
Валовий прибуток (Gross Profit)	333,861	457,179	902,958
Прибуток від операційної діяльності (Profit from operating activities)	269,207	337,276	812,181
Чистий прибуток (Net profit)	178,504	122,750	642,589
ЕБІТДА	345,510	443,018	928,667
Чистий прибуток на акцію (EPS), US \$	2,3	1,4	6,1
Рентабельність власного капіталу (ROE), %	15%	8%	30%
Рентабельність інвестованого капіталу (ROIC), %	13%	11%	24%
Середньозважена вартість капіталу (WACC), %	7,83	11,20	8,70

Примітка. Розроблено за джерелами [47-49, 55].

Важливим показником для АТ «Кернел» є ЕБІТДА (скор. від англ. Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, прибуток до сплати відсотків,

податків, амортизації), що визначається у консолідованому звіті компанії як ключовий показник операційної ефективності, що підраховується як прибуток від операційної діяльності з додаванням амортизації та зносу. Він дозволяє оцінити прибутковість основної діяльності. За цим показником 2021 рік став рекордним. У порівнянні з 2020 роком зростання відбулось на 109% або у 2,1 рази. Це другий рік поспіль АТ «Кернел» генерує рекордно високий показник ЕВІТДА. У 2020 році він склав 443,018 доларів США, що на 28% перевищив попередній результат. Ключовим фактором таких результатів став торговельний бізнес «Avere», який отримав 385 мільйонів доларів США ЕВІТДА у 2021 фінансовому році, що більш ніж у 10 разів перевищує результат попереднього року.

Без урахування Avere операційна діяльність в Україні забезпечила високий показник ЕВІТДА у розмірі 544 млн доларів США, що на 35% більше, ніж у минулому році. Основним джерелом доходів був сегмент «Сільське господарство», що сприяло стрімкому зростанню цін на зернові та олійні культури. Цей бізнес отримав 461 мільйон доларів США ЕВІТДА у 2021 фінансовому році, що в 3,4 раза більше ніж у минулому році, включаючи 133 мільйони доларів США негрошового прибутку від переоцінки біологічних активів.

Ще два бізнеси компанії в Україні, а саме переробка насіння олійних культур і експортний ланцюжок створення вартості зерна, показали скромні результати в 2021 фінансовому році, на що негативно вплинула низька рентабельність через низький урожай, одноразові випадки, пов'язані з невиконанням фермерами форвардних контрактів на продаж урожаю АТ «Кернел» за заздалегідь визначеною фіксованою ціною та віддає перевагу продажу за значно вищою переважаючою ринковою ціною та одноразовими втратами торгової позиції.

У 2021 фінансовому році АТ «Кернел» отримав 513 мільйонів доларів США чистого прибутку, який належить акціонерам, що в 4,4 рази більше, ніж у минулому році. Балансова вартість акцій наблизилася до 2,1 мільярда доларів

США, демонструючи величезний потенціал зростання порівняно з ринковою капіталізацією в 1,2 мільярда доларів США станом на звітну дату. рис. 2.6.

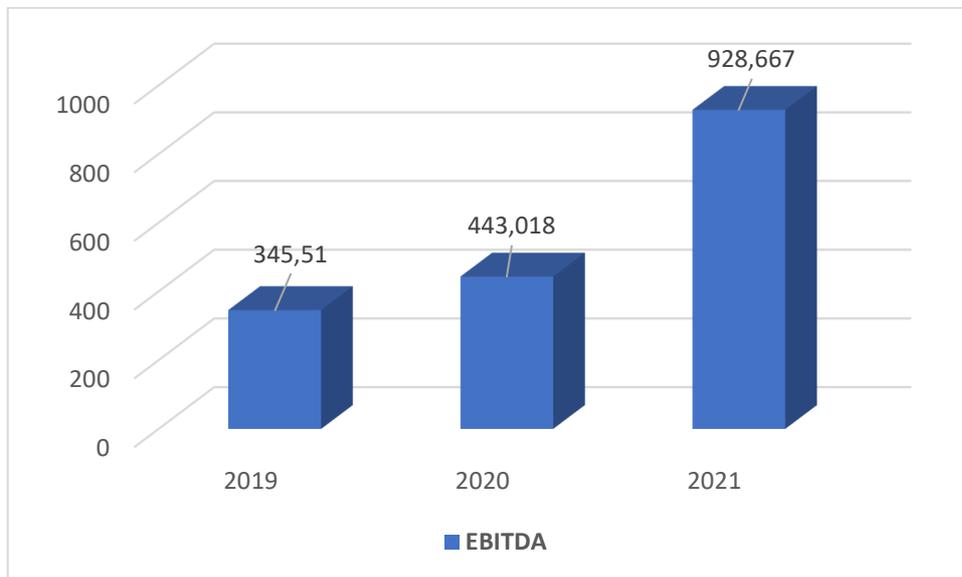


Рисунок 2.6 – Динаміка змін EBITDA АТ «Кернел» (2019 – 2021 рр.) [49]

У 2021 фінансовому році холдинг отримав 5 647 мільйонів доларів США доходу, що на 38% більше порівняно з аналогічним періодом минулого року через високі ціни на зерно та соняшникову олію (хоча й нижчі фізичні обсяги експорту з України) та активні фізичні продажі так званих «м'яких» сировинних товарів, отриманих від третіх сторін, дочірньою компанією Avere.

Валовий прибуток за 2021 фінансовий рік подвоївся порівняно з аналогічним періодом минулого року і склав 903 мільйони доларів США, перевищивши сумарний показник за 2 попередні 2019 – 2020 роки.

Прибуток від операційної діяльності зріс у 2,4 рази порівняно з аналогічним періодом минулого року до 812 мільйонів доларів США, також перевищивши сумарний показник за два попередні роки.

Чистий прибуток за 12 місяців, що закінчилися 30 червня 2021 року, склав 643 мільйони доларів США, що в 5,2 рази більше, ніж у попередньому році, і більше, ніж холдинг отримав загалом за 4 попередні 2017-2020 фінансові роки.

Окремо проаналізуємо стан боргових зобов'язань АТ «Кернел» протягом 2019 – 2021 рр. (таблиця 2.5).

Таблиця 2.5 – Фінансові показники АТ «Кернел» за 2019 – 2021 рр.

Показник, US \$ млн	2019	2020	2021
Грошові кошти та їх еквіваленти	77	369	574
Запаси	358	303	332
Товарні запаси, що легко продаються	293	252	285
Боргові зобов'язання	768	1,350	1,410
Короткострокова заборгованість	203	73	51
Довгострокова заборгованість	69	172	228
Випущені корпоративні облигації	496	794	806
Лізингові зобов'язання	5	310	324
Чистий борг	694	980	836
Скоригований борг	400	729	551

Примітка. Розроблено за джерелами [47 – 49].

Боргові зобов'язання АТ «Кернел» зросли на 4% протягом 2021 фінансового року до 1410 мільйонів доларів США станом на 30 червня 2021 року. Зростання було зумовлене в основному більшим використанням довгострокових кредитів, наданих ЄІБ для фінансування програми капітальних витрат холдингу. Разом зі збільшенням залишку грошових коштів на 56% порівняно з аналогічним періодом минулого року під впливом високих операційних показників чистий борг АТ «Кернел» зменшився на 15% порівняно з аналогічним періодом минулого року до 836 мільйонів доларів США на кінець 2021 фінансового року. Однак перевищив на 20 % показник 2019 фінансового року.

Станом на 30 червня 2021 року баланс товарно-матеріальних запасів, що легко продаються (RMI), становив 285 мільйонів доларів США, покриваючи 34% непогашеного чистого боргу. Зазначимо, що до запасів, які легко продаються, відносять сільськогосподарські запаси, такі як кукурудза, пшениця, ячмінь, соя, насіння соняшнику, шрот, олія, що легко конвертуються в готівку через їхні товарні характеристики, широкодоступні ринки та міжнародний механізм ціноутворення, і обліковуються за собівартістю. Збільшення вартості RMI означає значно вищі ціни на ключові товари порівняно з аналогічним періодом

минулого року, але також включає значно менші залишкові запаси зерна та насіння соняшнику внаслідок поганого врожаю в Україні. RMI або попередньо продаються, або можуть бути легко конвертовані в готівку, будучи товаром за своєю природою. Станом на 30 червня 2021 року на RMI припадало 86% усіх запасів.

Чистий борг, скоригований на RMI, станом на кінець 2021 фінансового року становив 551 мільйонів доларів США, зменшившись на 178 мільйонів доларів США за звітний період. Сума також включає 324 мільйони доларів США зобов'язань з оренди, визнаних у результаті запровадження міжнародного стандарту фінансової звітності 16 (МСФЗ 16) у 2021 фінансовому році.

Фінансові показники АТ «Кернел» проілюстровані на рис. 2.7.

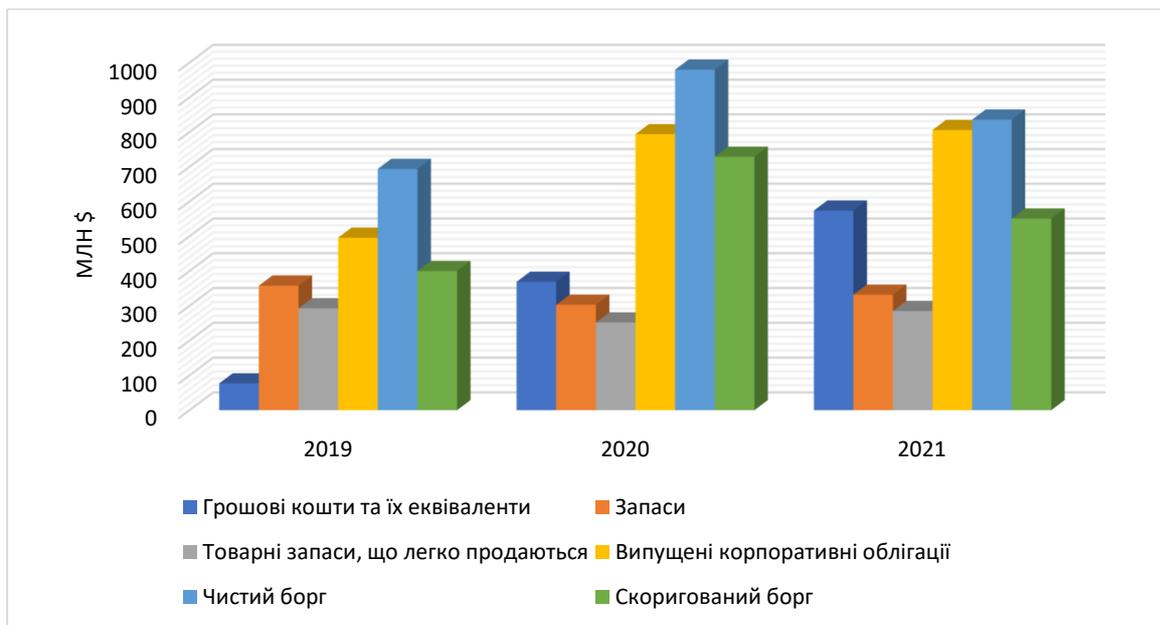


Рисунок 2.7 – Динаміка фінансових показників АТ «Кернел» за 2019 – 2021 рр.
(розроблено автором на основі [47 – 49])

Ключові показники кредитного плеча станом на 30 червня 2021 року склали 0,9х чистий борг/ЕВІТДА, 0,6х скоригований чистий борг/ЕВІТДА та 6,6х ЕВІТДА/відсоткове покриття.

У жовтні 2020 року міжнародне рейтингове агентство «Standard&Poor's» підвищило рейтинг АТ «Кернел» до «В+». Маючи також «ВВ-» від одного з трьох провідних рейтингових агентств світу «Fitch», АТ «Кернел» має найвищий кредитний рейтинг серед компаній в Україні. У вересні 2021 року «Fitch» змінило прогноз АТ «Кернел» зі «Стабільного» на «Позитивний».

Невикористані кредити станом на 30 червня 2021 року становили 855 мільйонів доларів США, з яких 94% – короткострокове фінансування (переважно передекспортні потужності по зерну та соняшниковій олії), а 6% – довгострокові кредити ЄІБ [49].

Зазначимо, що починаючи з 1 кварталу 2020 фінансового року, АТ «Кернел» запровадив МСФЗ 16 «Оренда» із застосуванням ретроспективного підходу та не перераховував порівняльні дані, як це дозволено перехідними положеннями стандарту. З огляду на те, що компанія орендує всі сільськогосподарські угіддя, які знаходяться в процесі діяльності, запровадження МСФЗ 16 мало значний вплив на фінансові показники компанії.

Результати впровадження МСФЗ 16:

станом на 30 червня 2021 року компанія визнала активи у вигляді права користування на суму 365 мільйонів доларів США (з них 352 мільйони доларів США – права на оренду землі) та відповідні зобов'язання з оренди на суму 324 мільйони доларів США;

орендні платежі зникли та були замінені амортизацією активів у формі права користування та фінансовими витратами, пов'язаними з орендними зобов'язаннями.

Деякі показники фінансової стійкості розглянуті у таблиці 2.6.

Коефіцієнт автономії (Equity-to-Assets) – індикатор платоспроможності, що характеризує частку власного капіталу компанії у загальній сумі коштів, інвестованих у її діяльність. Чим вищий цей коефіцієнт, тим більш компанія є фінансово незалежною від кредиторів. Для нефінансових корпорацій його оптимальне значення складає $\geq 0,5$. У 2019 році цей показник склав 0,55, що вказує на нормальне значення фінансової незалежності. У наступні роки

коефіцієнт дещо знизився, однак несуттєво, що свідчить збільшення боргових зобов'язань компанії.

Таблиця 2.6 – Показники фінансової стійкості АТ «Кернел» за 2019 – 2021 рр.

Назва	2019	2020	2021
Коефіцієнт автономії (Equity-to-Assets)	0,55	0,47	0,49
Коефіцієнт співвідношення гудвілу до активів (Goodwill-to-Asset)	0,04	0,04	0,03
Коефіцієнт абсолютної ліквідності (Cash Ratio)	0,26	1,00	0,67
Коефіцієнт поточної ліквідності (Current Ratio)	2,62	3,71	2,49
Коефіцієнт співвідношення притоку грошових засобів до суми зобов'язань (Cash to Debt)	0,17	0,31	0,44
Коефіцієнт фінансової залежності (Debt-to-Asset)	0,31	0,42	0,35
Коефіцієнт фінансового ризику (Debt-to-Equity)	0,56	0,89	0,72
Коефіцієнт співвідношення валового прибутку до активів (Gross-Profit-to-Asset), %	14,23	16,25	25,29
Коефіцієнт заборгованості (Liabilities-to-Assets)	0,45	0,53	0,51

Примітка. Розроблено за джерелами [55].

Коефіцієнт співвідношення гудвілу до активів (Goodwill-to-Asset) – вимірює частку гудвілу компанії, яка є нематеріальним активом, до її загальних активів і є чинником у оцінці цієї компанії. Гудвіл представляє цінність торгової марки компанії, солідну клієнтську базу, хороші відносини з клієнтами, хороші стосунки з працівниками, власну технологію тощо. Середнє співвідношення гудвілу до активів відрізняється від галузі до галузі. Найкраще порівняти співвідношення гудвілу з активами в галузях, щоб зрозуміти, що є типовим. Невелике відношення гудвілу до активів вказуватиме на те, що велика частина

загальних активів фірми складається з матеріальних активів або матеріальних предметів, які компанія може продати за грошову вартість. Нематеріальні активи нелегко відокремити від компанії або ліквідувати заради грошової вигоди.

Компанія з великим початковим співвідношенням гудвілу до активів може відчувати значне коливання вартості своїх загальних активів — і загальної оцінки компанії — якщо вона спише значну частину свого гудвілу, коли база її активів значною мірою складалася з гудвілу, для початку з.

Якщо відношення гудвілу до активів збільшується, це може означати, що компанія записує пропорційно більшу суму гудвілу, припускаючи, що загальні активи залишаються незмінними. Як правило, добре бачити, як компанія регулярно збільшує свої активи; однак, якщо ці збільшення походять від нематеріальних активів, таких як гудвіл, збільшення може бути не таким хорошим.

Збільшення відношення гудвілу до активів може свідчити про те, що компанія агресивно купувала інші фірми або спостерігала зниження вартості її матеріальних активів. Якщо велика частина загальних активів відноситься до нематеріальних активів (таких як гудвіл), компанія може ризикувати швидко знищити цю частину своїх активів, якщо їй доведеться зафіксувати будь-які знецінення гудвілу. Зменшення відношення гудвілу до активів свідчить про те, що компанія або списала частину гудвілу, або збільшила свої матеріальні активи.

Показник для АТ «Кернел» за роки, взяті до аналізу майже не змінився. Найнижче співвідношення гудвілу до активів було у 2021 році і склало 0,03. Це свідчить про те, що значна частина загальних активів холдингу складається з матеріальних активів, які компанія може продати за грошову вартість.

Коефіцієнт абсолютної ліквідності (Cash Ratio) характеризує здатність підприємства негайно погасити свою короткострокову заборгованість. Він має особливий інтерес для постачальників. Достатнім рівнем цього коефіцієнта вважається значення 0,2. Його слід розглядати в динаміці. Цей коефіцієнт для АТ «Кернел» має стрибкоподібний характер. Найвище значення було у 2020 році – 1,00, потім компанія дещо покращила результат – 0,67. Отже, відзначимо доволі

низьку спроможність АТ «Кернел» погасити негайно свою короткострокову заборгованість, однак, компанія вживає правильних кроків щодо наближення коефіцієнта абсолютної ліквідності до нормативного значення.

Коефіцієнт поточної ліквідності (Current Ratio) вказує на спроможність компанії погашати свої поточні зобов'язання строком до 1 року за рахунок оборотних активів. Може дати уявлення про ефективність операційного циклу компанії або її здатність перетворювати свій продукт на готівку. Компанії, які мають проблеми з оплатою своєї дебіторської заборгованості або мають тривалий оборот запасів, можуть зіткнутися з проблемами ліквідності, оскільки вони не можуть погасити свої зобов'язання.

Значення цього показника відрізняються від галузі до галузі і зазвичай становлять від 1 до 3 для здорового бізнесу. Чим вищий коефіцієнт поточної ліквідності, тим більша спроможність компанії виплачувати свої зобов'язання. Коефіцієнт нижче 1 свідчить про те, що компанія не зможе погасити свої зобов'язання, якби вони настали в цей момент. Хоча це свідчить про те, що компанія не в хорошому фінансовому стані, це не обов'язково означає, що вона збанкрутує, оскільки існує багато способів отримати доступ до фінансування, але це точно не є хорошим знаком. Це свідчить про те, що робочий капітал від'ємний і частина довгострокових активів профінансована за рахунок короткострокового капіталу, а отже, підприємство порушує правила фінансування, і йому загрожує неплатоспроможність. Значення цього показника для АТ «Кернел» є високими. Найвище значення було досягнуте у 2020 році – 3,71, перевищивши показник наступного року на 49 %. У 2021 році коефіцієнт поточної ліквідності склав 2,49, що теж є позитивним результатом і свідчить про спроможність компанії погашати свої короткострокові зобов'язання, і що робочий капітал не фінансується за рахунок короткострокового капіталу.

Коефіцієнт співвідношення притоку грошових засобів до суми зобов'язань (Cash to Debt). Вказує на запас часу, необхідного для виплати боргу, за умови, що задля його погашення буде спрямований весь операційний грошовий потік компанії. Чим вище співвідношення, тим вища здатність компанії обслуговувати

власні борги. За цим показником прослідковуємо позитивну динаміку до збільшення, що свідчить про підвищення здатності АТ «Кернел» обслуговувати власні боргові зобов'язання.

Коефіцієнт фінансової залежності (Debt-to-Asset) – цей коефіцієнт характеризує ставлення позикового капіталу організації до всього капіталу (активам) підприємства. Нормальним вважається значення показника трохи більше 0,6-0,7. Оптимальним значенням коефіцієнта фінансової залежності вважається 0,5 (тобто рівне співвідношення власного та позикового капіталу). Значення показника нижче норми свідчить про дуже обережний підхід компанії до залучення позикового капіталу та про втрачені можливості підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок використання ефекту фінансового важеля. Разом із тим, значення коефіцієнта фінансової залежності понад 0,7 свідчить про сильну залежність підприємства від залучених коштів (кредитів). Показники АТ «Кернел» протягом аналізованого періоду були нижчими за нормативне значення, що говорить про обережне залучення позикового капіталу.

Коефіцієнт фінансового ризику (Debt-to-Equity) (коефіцієнт фінансового левериджу) характеризує співвідношення позикових та власних коштів. Рекомендоване значення менше 1. Динаміка коефіцієнта нижча за рекомендоване значення, однак характеризується деяким наближенням до нормативу. Найвище значення було досягнуто у 2020 році – 0,89. У 2021 році показник знизився до 0,72. У цілому протягом 2020 – 2021 рр. прослідковується позитивна динаміка, що свідчить про достатнє співвідношення позикових коштів до активів компанії і свідчить про фінансову стійкість АТ «Кернел».

Коефіцієнт співвідношення валового прибутку до активів (Gross-Profit-to-Asset). Відношення валового прибутку до активів, або GPA, використовується для визначення того, наскільки ефективно фірма використовує свої активи для отримання валового прибутку. Він розраховується як валовий прибуток, поділений на загальні активи фірми. Двозначне число вважається показником продуктивної та ефективною компанії, яка може мати конкурентну перевагу. Цей показник для АТ «Кернел» має позитивну динаміку до збільшення, досягнувши

максимального значення у 2021 році – 25,29%. Тобто можемо стверджувати, що компанія ефективно використовує свої активи.

Коефіцієнт заборгованості (Liabilities-to-Assets) – співвідношення зобов'язань до активів показує відсоток активів, які фінансуються за рахунок боргу. Чим вищий коефіцієнт, тим більший фінансовий ризик у компанії. Співвідношення зобов'язань до активів АТ «Кернел» протягом трьох років залишалось приблизно на одному рівні, з найвищим показником у 2020 році у 0,53, що становило 53 %. Це доволі високе значення, що говорить про те, що більше половини активів компанії фінансується за рахунок боргових зобов'язань. Це один із найголовніших ризиків компанії.

Внаслідок проведеного аналізу фінансових та економічних показників компанії АТ «Кернел», можемо стверджувати, що бізнес є фінансово стійким.

2.3 Оцінювання ефективності процесу управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»

Оцінювання ефективності корпоративного управління поєднує в собі його різнобічні властивості як складної системи і застосовується для оцінки, діагностики і моніторингу стану корпоративного управління акціонерного товариства у цілому та процесу управління акціонерним капіталом.

Проведемо аналіз показників ліквідності холдингу АТ «Кернел», до яких відносять: коефіцієнт абсолютної ліквідності, коефіцієнт поточної ліквідності, чистий прибуток на акцію, рентабельність власного капіталу, рентабельність інвестованого капіталу, рентабельність активів, прибуток на інвестований капітал, середньозважена вартість капіталу. Табл. 2.7.

Таблиця 2.7 – Показники ліквідності АТ «Кернел» за 2019 – 2021 рр.

Показник ліквідності	2019	2020	2021
Прибуток на акцію (EPS), US \$	2,3	1,4	6,1
Рентабельність власного капіталу (ROE), %	15%	8%	30%
Рентабельність інвестованого капіталу (ROIC), %	13%	11%	24%
Рентабельність активів (ROA), %	8,11	4,19	14,32
Прибуток на інвестований капітал (ROCE), %	14,08	11,75	23,23
Середньозважена вартість капіталу (WACC), %	7,83	11,20	8,70
Абсолютна ліквідність (Cash Ratio)	0,26	1,00	0,67
Поточна ліквідність (Current Ratio)	2,62	3,71	2,49

Примітка. Розроблено за джерелами [47 – 49; 55].

Прибуток на акцію (англ. Earnings per share, EPS) – фінансовий показник, що визначається як відношення чистого прибутку компанії, доступного для розподілу, до середньорічного числа простих акцій. Прибуток на акцію виступає одним із основних показників, що застосовуються для порівняння інвестиційної привабливості та ефективності компаній, що діють на фондовому ринку. Прибуток на акцію (EPS) розраховується як прибуток компанії, поділений на випущені акції її простих акцій. Отримане число служить показником прибутковості компанії. Загальноприйнятим є те, що компанія звітує про EPS, який коригується на надзвичайні статті та потенційне розбавлення частки. Чим вищий EPS компанії, тим вигіднішим він вважається. Цей показник широко використовується для оцінки корпоративної вартості компанії.

Прибуток на акцію визначається за формулою:

$$EPS = \frac{I_N - D_P}{S_A} \quad (2.1)$$

Де I_N – чистий прибуток звітного періоду,

D_P – дивіденди по привілейованим акціям, нараховані за звітний період, S_A – середньозважене число звичайних акцій, що перебували в обігу в звітний період.

При обчисленні S_A беруться до уваги всі зміни кількості звичайних акцій, що відбулися протягом звітного періоду. У тому випадку, якщо обчислене значення EPS менше нуля, має сенс говорити про збитки на акцію. Прибуток на акцію АТ «Кернел» протягом розглядуваного періоду має позитивну динаміку.

За 2021 рік цей показник склав 6,1 доларів США, що перевищило результат попереднього року у 4,3 разів. Таким чином, можемо стверджувати, за цим показником компанія є інвестиційно привабливою та прибутковою.

Рентабельність власного капіталу (ROE) вимірює норму прибутку на частку власності (власний капітал) власників звичайних акцій. Він вимірює ефективність фірми в отриманні прибутку від кожної одиниці акціонерного капіталу (також відомого як чисті активи або активи мінус зобов'язання). ROE показує, наскільки добре компанія використовує інвестиційні кошти для збільшення прибутку. ROE % від 15% до 20% вважається бажаним. Збільшення цього показника є важливим завданням у процесі управління капіталом корпорації.

Рентабельність власного капіталу обчислюється відношенням чистого прибутку до середньорічної вартості власного капіталу.

$$ROE = \left(\frac{Net\ Profit}{\frac{Sh.equity1 + Sh.equity2}{2}} \right) * 100\% , \quad (2.2)$$

Де Net Profit – чистий прибуток або збиток,

Sh. Equity 1, Sh. Equity 2 – власний капітал на початок і кінець звітного періоду відповідно.

Рентабельність власного капіталу АТ «Кернел» протягом 2019 – 2021 рр. у цілому мала тенденцію до збільшення. Виключенням став 2020 рік, коли ROA знизився до 8%. Однак у 2021 році цей показник сягнув позначки у 30%, що є надзвичайно привабливим і характеризує компанію як ефективну та інвестиційно привабливу.

Рентабельність інвестованого капіталу (ROIC, ROC) застосовується для оцінки прибутковості компанії і її потенціалу під час створення вартості по відношенню до капіталу, вкладеного акціонерами та іншими тримачами боргових зобов'язань. Показник відображає ефективність компанії у перетворенні капіталу на прибуток, тобто показує, наскільки добре компанія генерує грошовий потік відносно капіталу, який вона інвестувала у свій бізнес. Цей показник важливий, тому що залучення капіталу коштує грошей. Фірма, яка

отримує більший прибуток від інвестицій, ніж коштує компанії залучення капіталу, необхідного для цих інвестицій, отримує надлишковий прибуток. Фірма, яка очікує продовжувати генерувати додатні надлишкові прибутки від нових інвестицій у майбутньому, побачить, що її вартість зростатиме з підвищенням зростання, тоді як фірма, яка отримує прибутки, які не відповідають її вартості капіталу, знищуватиме вартість у міру зростання.

Рентабельність інвестованого капіталу АТ «Кернел» протягом 2019 – 2021 рр. мала динаміку до збільшення. У 2021 році цей показник становив 24 %, склавши сумарний показник за 2 попередні роки. Це вказує на підвищення ефективності процесу управління капіталом холдингу та інвестиційної привабливості АТ «Кернел».

Прибуток на інвестований капітал (ROCE) показує, наскільки добре компанія отримує прибуток від свого капіталу. Розрахунок проводиться за формулою:

$$ROCE = \frac{\text{Чистий операційний прибуток}}{\text{Загальні активи} - \text{загальні поточні зобов'язання}} \quad (2.3)$$

Це надзвичайно важливий показник, що застосовується для порівняння прибутку компанії із середнім капіталом, який використовується у її бізнес-процесах та активах. ROCE виступає одним із найбільш важливих індикаторів прибутковості. Він допомагає оцінити життєздатність бізнесу, розмір прибутку та ефективність використання капіталу. Простіше кажучи, цей показник визначає, чи підприємство може отримувати прибуток від капіталу. Отже, основна мета ROCE — встановити відсоток прибутку по відношенню до грошей, вкладених у підприємство.

Висока інформативність коефіцієнта ROCE робить його одним із найпопулярніших показників прибутковості в руках багатьох інвесторів, зацікавлених сторін та фінансових аналітиків. Порівняння ROCE кількох компаній дозволяє вибрати найкращий варіант для інвестицій.

ROCE розглядає рентабельність залученого капіталу, поєднання боргу та власного капіталу. Чим вищий відсоток прибутку на 1 долар, тим краще. Таким

чином, коефіцієнт ROCE показує, які компанії мають більш високу прибутковість.

ROCE може бути особливо корисним для порівняння показників капіталомістких компаній. На відміну від ROE %, який вказує на рентабельність акціонерного капіталу, ROCE % також враховує довгостроковий борг у залученому капіталі. Це може бути корисним під час аналізу компаній зі значною заборгованістю, оскільки результат нейтралізується врахуванням заборгованості.

Загалом, вищий % ROCE вказує на вищу прибутковість компанії. Крім того, важливо дивитися на співвідношення з довгострокової перспективи. Інвестори, як правило, віддають перевагу компаніям зі стабільною та зростаючою тенденцією рентабельності капіталу (ROCE %), ніж компаніям із нестійкими.

Прибуток на інвестований капітал АТ «Кернел» загалом вказує на стабільну прибутковість компанії, досягнувши найвищого результату у 2021 році – 23,23%. Тобто це вказує на те, що АТ «Кернел» має стабільну тенденцію до зростання рентабельності капіталу і є інвестиційно привабливою компанією, незважаючи на залучення короткострокових і довгострокових боргових зобов'язань.

Одним із найважливіших показників ліквідності компанії є середньозважена вартість капіталу (WACC). Це ставка, яку компанія, як очікується, в середньому сплатить усім своїм власникам цінних паперів для фінансування своїх активів. WACC зазвичай називають вартістю капіталу фірми. Загалом, активи компанії фінансуються за рахунок боргу та власного капіталу. WACC – це середнє значення вартості цих джерел фінансування, кожне з яких зважене відповідно до його використання в даній ситуації. Взнявши середньозважену величину, ми можемо побачити, скільки відсотків має сплачувати компанія за кожен профінансований долар.

Формула розрахунку наступна:

$$WACC = E / (E + D) * \text{Cost of Capital} + D / (E+D) * \text{Cost of Debt} * (1 - \text{Tax Rate}),$$

(2.4)

де E – ринкова капіталізація,

D – вартість боргових зобов'язань,

Cost of Capital – вартість капіталу, Cost of Debt – вартість боргу,

Tax Rate – податкова ставка.

WACC зазвичай використовується як перешкода, за якою компанії та інвестори можуть оцінити бажаність певного проекту чи придбання. Також використовується як ставка дисконту для майбутніх грошових потоків у аналізі дисконтованих грошових потоків.

WACC і його формула корисні для аналітиків, інвесторів і керівництва компанії — усі вони використовують його для різних цілей. У корпоративних фінансах визначення вартості капіталу компанії є життєвоважливим з кількох причин. Наприклад, WACC – це ставка дисконтування, яку компанія використовує для оцінки своєї чистої поточної вартості.

Оскільки більшість компаній працюють на позикові кошти, вартість капіталу стає важливим параметром для оцінки потенціалу чистої прибутковості фірми. WACC вимірює витрати компанії на запозичення грошей. Формула WACC використовує як борг компанії, так і власний капітал у своєму розрахунку.

У більшості випадків нижчий WACC вказує на здоровий бізнес, здатний залучати інвесторів за нижчу ціну. Навпаки, вищий WACC зазвичай збігається з підприємствами, які вважаються більш ризикованими та повинні компенсувати інвесторам вищий прибуток.

Показник середньозваженої вартості капіталу для АТ «Кернел» за період 2019 – 2021 має стрибкоподібний характер. Найкращим був показник 2019 року з результатом у 7,83%. У 2020 році відбулося збільшення на 3,37%. У 2021 році значення WACC знову зменшилося до 8,70%. У цілому ці коливання вважаємо незначними. Тобто АТ «Кернел» має здоровий бізнес, здатний залучати інвесторів.

Динаміка змін показників рентабельності АТ «Кернел» проілюстрована на Рис. 2.8.

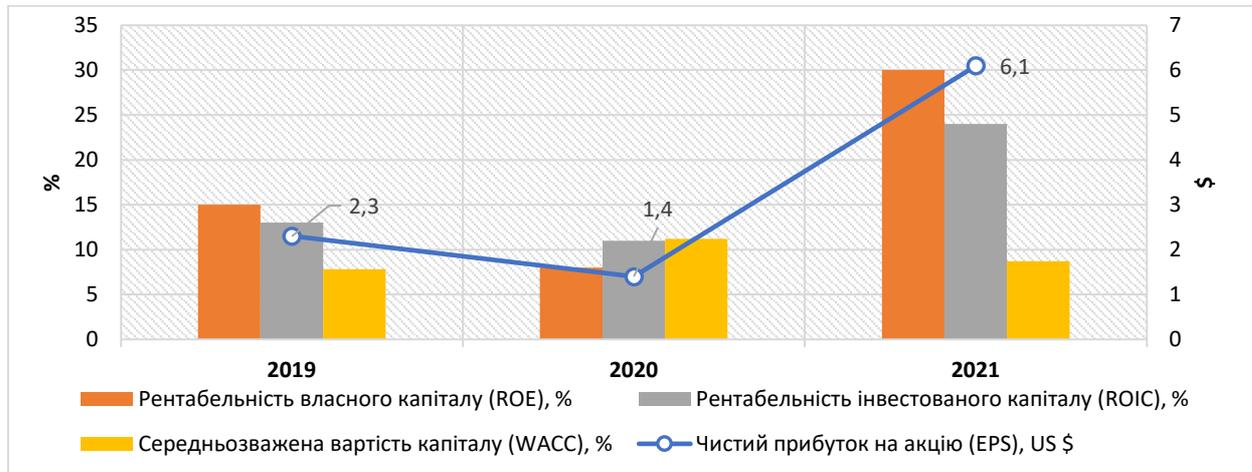


Рис. 2.8 – Динаміка змін показників ліквідності АТ «Кернел» за 2019-2021 рр. (розроблено автором на основі [47 – 49; 55])

Як бачимо, холдинг АТ «Кернел» проводить грамотну і зважену політику ведення бізнесу на міжнародному рівні, займаючи лідируючі позиції на українському ринку сільськогосподарської продукції та маючи стабільні позиції на світовому ринку в своїй галузі. Бізнес компанії є рентабельним та інвестиційно привабливим.

Зазначимо, що для спрощення оцінювання процесу управління капіталом компаній у світовій практиці застосовують рейтингові методики.

Розглянемо методику рейтингового агентства «Standard & Poor's», яке застосовує дворівневу оцінку (на національному та корпоративному рівні; 10-бальна шкала) практик дотримання принципів корпоративного управління ОЕСР із використанням як відкритої, так і конфіденційної інформації. Складові оцінки: структура власності; відносини між фінансово зацікавленими особами; фінансова прозорість і розкриття інформації; діяльність ради директорів.

Агентство пропонує короткострокові і довгострокові кредитні рейтинги, а також рейтинги корпоративного управління.

Довгострокові кредитні рейтинги оцінюють здатність емітента своєчасно виконувати свої боргові зобов'язання. Рейтингові оцінки S&P позначаються

буквами: від оцінки ААА, що присвоюється виключно надійним емітентам, до оцінки D, що присвоюється емітенту, який оголосив про дефолт. Між оцінками АА та В можуть бути проміжні оцінки, які позначаються знаками плюс та мінус (наприклад, ВВВ +, ВВВ і ВВВ-).

ААА — емітент володіє виключно високими можливостями з виплати відсотків за борговими зобов'язаннями та самих боргів.

АА — емітент володіє дуже високими можливостями з виплати відсотків за борговими зобов'язаннями та самих боргів.

А — можливості емітента з виплати відсотків та боргів оцінюються високо, але залежать від економічної ситуації.

ВВВ — платоспроможність емітента вважається задовільною.

ВВ — емітент платоспроможний, але несприятливі економічні умови можуть негативно вплинути на можливості виплат.

В — емітент платоспроможний, але несприятливі економічні умови найімовірніше негативно вплинуть на його можливості та готовність здійснювати виплати за боргами.

ССС — емітент зазнає труднощів з виплатами за борговими зобов'язаннями та його можливості залежать від сприятливих економічних умов.

СС — емітент зазнає серйозних труднощів з виплатами за борговими зобов'язаннями.

С — емітент зазнає серйозних труднощів з виплатами за борговими зобов'язаннями, можливо була ініційована процедура банкрутства, але виплати за борговими зобов'язаннями все ще здійснюються.

SD — емітент відмовився від виплат за деякими зобов'язаннями.

D — був оголошений дефолт і S&P вважає, що емітент відмовиться від більшості виплат або виплат за всіма зобов'язаннями.

NR — рейтинг не присвоєний.

Короткострокові кредитні рейтинги визначають вірогідність своєчасного погашення короткострокових боргових зобов'язань. Оцінки за короткостроковими борговими зобов'язаннями позначаються буквами та

цифрами: від найвищої оцінки А-1 до найнижчої оцінки D. Надійніші зобов'язання з категорії А-1 можуть бути позначені додатковим знаком плюс. Оцінки з категорії В також можуть бути позначені цифрою (В-1, В-2, В-3).

А-1 — емітент володіє виключно високими можливостями з погашення даного боргового зобов'язання.

А-2 — емітент володіє високими можливостями з погашення даного боргового зобов'язання, але ці можливості чутливіші до несприятливих економічних умов.

А-3 — несприятливі економічні умови цілком імовірно послаблять можливості емітента щодо погашення даного боргового зобов'язання.

В — боргове зобов'язання має спекулятивний характер. Емітент має можливості з його погашення, але ці можливості дуже чутливі до несприятливих економічних умов.

С — можливості емітента щодо погашення даного боргового зобов'язання обмежені та залежать від наявності сприятливих економічних умов.

D — за даним короткостроковим борговим зобов'язанням був оголошений дефолт.

Рейтингове агентство «Standard & Poor's» у 2019 – 2020 р. надало агрохолдингу АТ «Кернел» рейтинг «В» з прогнозом «Стабільний», що означає — платоспроможність компанії, але несприятливі економічні умови найімовірніше негативно вплинуть на його можливості та готовність здійснювати виплати за боргами.

Таким чином, процес управління «Кернел Груп» за період 2019 – 2021 рр. є успішним, що підтверджують фінансові та економічні показники, а також міжнародні аналітичні рейтинги.

Висновки до розділу 2

Провівши аналіз управління акціонерним капіталом АТ «Кернел» можливо зробити наступні висновки:

1. Компанія АТ «Кернел» – сучасний розвинутий холдинг агропромислового комплексу України, основною сферою діяльності якого є експорт сільськогосподарських культур та виробленої на їх основі продукції. Менеджмент компанії дотримується міжнародних стандартів ведення бізнесу і стратегії концентрованого росту. У своїй роботі холдинг АТ «Кернел» керується світовими практиками корпоративного управління, зокрема рекомендованими для емітентів Варшавської фондової біржі, а також фондовою біржою Люксембургу. Компанія є вертикально інтегрованою та має багаторівневу структуру.

2. Фінансово-економічний аналіз результатів господарської діяльності АТ «Кернел» показав, що холдинг є фінансово стійким, не дивлячись на те, що більше половини активів компанії фінансується за рахунок позикового капіталу.

3. Оцінювання процесу управління акціонерним капіталом АТ «Кернел» було здійснено на основі таких важливих показників ліквідності як рентабельність власного капіталу (ROE), рентабельність інвестованого капіталу (ROIC), прибуток на інвестований капітал (ROCE), середньозважена вартість капіталу (WACC). АТ «Кернел» є прибутковою, інвестиційно привабливою корпорацією. Період 2019 – 2021 рр. відзначився стабільним зростанням, не дивлячись на нестійку економічну ситуацію в країні та доволі високий рівень боргових зобов'язань. Позитивну оцінку компанії також надають міжнародні рейтингові агентства, зокрема, «S&P Global Ratings», у якому АТ «Кернел» має «В», з прогнозом «Стабільний» та «Fitch», відповідно до якого холдингу присвоєний рейтинг «ВВ» з прогнозом «Позитивний».

РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМ КАПІТАЛОМ АТ «КЕРНЕЛ»

3.1 Стратегічні напрями удосконалення управління акціонерним капіталом АТ «Кернел»

Вивчення теоретичної бази розвитку корпоративного капіталу, узагальнення еволюції та підходів до цього оцінювання, а також дослідження основних методів та інструментів управління корпоративним капіталом з урахуванням міжнародного досвіду дає змогу визначити напрями подальшого удосконалення загальної системи управління на прикладі АТ «Кернел», яка включає організаційно-правову та організаційно-економічну складові.

По-перше, статус АТ «Кернел» як міжнародної компанії вимагає дотримання загальновизнаних цілей сталого розвитку, що не може не позначитися на внесенні відповідного корегування у систему управління ресурсами та витратами, ризиками та загрозами, міжнародною конкурентоспроможністю компанії. Зокрема йдеться про реалізацію ініціативи АТ «Кернел» в досягненні Глобальних цілей сталого розвитку та цілей Паризької угоди. Відповідно це потребує подальшого вдосконалення системи внутрішнього обліку ESG-показників, підвищення ефективності процесів екологізації та впровадження відповідних технологічних інновацій, пов'язаних з основними виробничими процесами компанії працює над побудовою системи управління кліматичними ризиками. Це наближує холдинг до втілення міжнародних стандартів. Водночас це вимагає покращення нефінансової звітності компанії з урахуванням офіційно визначених цілей її сталого розвитку.

Саме на ці завдання має бути спрямованою діяльність спеціалізованого комітету зі сталого розвитку як складової загальної системи управління холдингом. Це потребує періодичного перегляду завдань, функцій комітету зі

сталого розвитку у тому числі з позицій впливу на результативність управління витратами та ресурсами, ризиками та загрозами, що визначає особливості формування корпоративного капіталу.

Отже, управління холдингом як міжнародною вертикально-інтегрованою компанією вимагає подальшої реалізації стратегії його сталого розвитку, де важливими напрямками є такі:

удосконалення системи стратегічного менеджменту та впровадження нових інструментів ефективного управління активами та ресурсами, що забезпечують насамперед фінансову стабільність корпорації;

дотримання вітчизняних та міжнародних законів, правил, стандартів, що з одного боку визначають ділову репутацію, а з іншого – соціальну відповідальність бізнесу;

удосконалення системи управління розвитком людського капіталу підприємства, що містить такі складові, як: розвиток потенціалу людей; залученість персоналу до розвитку підприємств та реалізації його цілей на засадах внутрішнього підприємництва; використання системи мотиваційних інструментів у роботі з персоналом з метою покращення результативності функціонування компанії у цілому; організація діяльності компаній на засадах взаємної поваги та довіри.

Відповідно реалізація поставлених стратегічно важливих цілей потребує розроблення планів та програм їх реалізації, оскільки за змістом ці цілі сталого розвитку мають комплексний характер прояву та системний вплив на управління корпоративним капіталом.

По-друге, як показали проведені дослідження, основою для обґрунтування напрямів удосконалення управління корпоративним капіталом може виступати сукупність загальноновизнаних міжнародних підходів, критеріїв та показників, що використовуються для оцінювання корпоративного капіталу.

Наприклад, важливим є уведення у систему управління корпоративним капіталом холдингу таких основних критеріїв, що насамперед мають враховувати кількісні та якісні показники та оцінки міжгалузевих ризиків, конкретні форми

корпоративної структури, ділові та фінансові ризики емітентів та їхні окремі боргові проблеми. З цих позицій для компанії важливо формувати свою діяльність із урахуванням таких характеристик: важливо оцінювати: ризики країни в цілому; структуру корпорації; стратегію управління; бізнес-профіль групи; прибутковість компанії; фінансовий профіль компанії та її фінансову гнучкість.

Стратегія управління та корпоративне управління є результатом колективного керівництва та його здатності:

створювати адекватний бізнес-профіль як основу забезпечення загальної інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності компанії;

забезпечувати операційну ефективність і зміцнювати ринкову позицію емітента. Головними критеріями оцінки ефективності управління корпоративним капіталом у такому випадку виступають фінансові показники;

оцінювати ефективність управління ризиками (толерантність менеджменту до ризиків з урахуванням таких його характеристик, як кредитно-нейтральні або кредитно-негативні).

Управління акціонерним капіталом залежно від кількісних та якісних змін може вестись у трьох основних напрямках:

збільшення акціонерного капіталу;

зменшення акціонерного капіталу;

структурні зміни акціонерного капіталу.

Загальна стратегія компанії щодо своїх пайових цінних паперів визначає конкретні операції щодо акціонерного капіталу. Існують такі можливості залучення довгострокового фінансування компанією: боргове фінансування та акціонерне фінансування, крім того, можуть бути використані й інструменти, що належать до групи змішаного фінансування. Представниками цієї групи є, наприклад, облігації, що конвертуються, що дають право конвертації в акції, або боргові зобов'язання, що забезпечують кредиторам можливість участі в прибутку компанії.

Статутний капітал підприємства, можливо збільшити двома способами:

збільшенням номінальної вартості акцій;
розміщення акцій додаткового випуску.

Емісія додаткових акцій може бути проведена тільки після закріплення у статуті акціонерного товариства оголошених акцій, тому внесення змін до статуту товариства, які вводять певну кількість оголошених акцій, передують організації емісії, підготовці до IPO. Акції нових випусків розміщуються у межах кількості оголошених акцій. Кількість оголошених акцій має бути також більшою за кількість цінних паперів, необхідних для проведення процедур конвертації в акції цінних паперів. Конвертація може проводитись щодо опціонів емітента та конвертованих облігацій, конвертуються також і привілейовані акції залежно від заданого під час випуску режиму конвертації або в інші види привілейованих акцій, або у звичайні акції. При цьому для публічних акціонерних товариств дозволені відкрита та закрита підписки, для приватних акціонерних товариств під-писки може бути лише закритою та проводитись серед чинних акціонерів. Для збільшення статутного капіталу акціонерне товариство може випускати як прості, і привілейовані акції.

Існуючі акціонери в акціонерному товаристві мають можливість використовувати переважне право на викуп акцій додаткових випусків. Ця правова норма дозволяє захищати права акціонерів, зберігати існуючу структуру акціонер-ного капіталу. Активне використання акціонерного фінансування, що принципово відрізняється від боргового фінансування, може призводити до негативних наслідків, таких як поява в суспільстві недружніх акціонерів і надалі ворожого поглинання. Тому цей варіант фінансування використовується власниками дуже обмежено, як правило, компаніями визначається безпечний рівень фінансування цього виду і допускається лише невеликий free float.

Інструментарій захисту від ворожих поглинань вітчизняному ринку є ще недостатньо опрацьованим. На розвинених ринках, наприклад, США для проведення захисних заходів існують набагато більші можливості. Для роботи в цьому напрямку можуть бути використані такі заходи, як формування

ешелонованої ради директорів, випуск акцій різних класів та так званих отруєних пігулок, крім того, додаткові заходи можуть бути прописані у статуті [62 - 65].

Зменшення величини акціонерного капіталу здійснюється як зменшення статутного капіталу. Статутний капітал може бути скорочений шляхом проведення таких заходів:

- зменшення номінальної вартості акцій;
- скорочення кількості акцій.

Значною частиною стратегії управління акціонерним капіталом є викуп компанією раніше розміщених акцій. При проведенні операцій зворотного викупу компанією можуть переслідуватися різні цілі. Компанія може проводити спекулятивні операції зі своїми власними цінними паперами, спираючись на інформацію про різницю між реальною вартістю акцій та оцінкою їх ринком. При серйозному падінні курсової вартості акцій компанії можуть проводити операції зворотного викупу для підтримки курсу власних акцій, тим самим серйозно стабілізуючи ситуацію з інвестуванням у свої акції, подібні операції є дуже поширеними на розвинених ринках, компанії реалізують на практиці програми корпоративної соціальної відповідальності перед різними групами стейкхолдерів, зокрема перед інвесторами. Зворотний викуп акцій може здійснюватися за наявності у керівництва бізнесу серйозних побоювань щодо недружнього поглинання.

Операції викупу акцій, що у free float, перешкоджають придбання контролю над товариством зовнішніми інвесторами. Операції зворотного викупу можуть здійснюватися і для підвищення рівня дивідендів, що виплачуються на акції, а також для подальшого розподілу акцій між діючими акціонерами. Акції можуть викуплятися з ринку й у цілях погашення, скорочення статутного капіталу. Викуп може здійснюватися, як щодо звичайних, і щодо привілейованих акцій. Операції зворотного викупу проводяться в рамках тендерних пропозицій або за результатами переговорів із окремими групами акціонерів. Відповідно до українського законодавства казначейські акції визначаються як розміщені до їх погашення. Після процедури викупу акції перебувають у розпорядженні

товариства. Якщо проводиться реорганізація акціонерного товариства, воно має погасити свої цінні папери після викупу.

Викуп акцій може здійснюватися під час реорганізації підприємства чи консолідації її активів. Процедура викупу пайових цінних паперів підприємства може проводитися як одноразовий захід, або бути складовою довгострокової стратегії підприємства. Викупувати акції можуть здійснювати і окремі акціонери, які прагнуть наростити свою частку у статутному капіталі, цей процес називається "консолідація пакету акцій". Причиною такої консолідації часто є плани повного чи часткового продажу бізнесу. Значними діями з управління акціонерним капіталом є дії щодо зміни номіналів акцій: дроблення (stocksplit) та консолідація (reversestocksplit).

Дроблення акцій є конвертацією однієї акції в кілька акцій з меншими номіналами, але того ж типу або категорії. Підсумкова кількість нових акцій у цьому випадку визначатиметься застосованим коефіцієнтом дроблення. Дроблення акцій є актуальним інструментом управління акціонерним капіталом, оскільки сприяє розширенню інвестиційних можливостей та серйозно спрощує процедури консолідації бізнесу. Занадто дорогі акції компанії є ризикованим активом для інвесторів, оскільки такі акції зазвичай високо волатильні. Зниження номіналів робить акції доступнішими для дрібних інвесторів, саме в такому типі інвесторів зацікавлена більшість компаній. Дроблення акцій часто необхідне при проведенні об'єднання компаній.

Як правило, номінальні вартості акцій компаній, що об'єднуються, значно відрізняються, що ускладнює процедури оцінки та подальшого переходу до формування єдиної акції. Дроблення акцій дозволяє вирішити цю проблему та консолідувати бізнес із меншими витратами. Консолідація акцій також проводиться з метою підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів для інвесторів. Для колективних інвесторів, що працюють на західних ринках, часто встановлюються вимоги, у тому числі й за вартістю цінних паперів, які дозволено включати до складу інвестиційних портфелів. Консолідація акцій дозволяє вирішувати проблему зниження ринкової вартості цінних паперів,

вводячи їх до дозволених для інвестування активів для колективних інвесторів. Одним із інструментів управління акціонерним капіталом є примусовий викуп акцій. Ця можливість передбачена в законодавстві ряду країн і є обов'язковим продажем акцій, що належать міноритарним акціонерам без їх згоди великим акціонерам.

Формування капіталу акціонерних товариств має відбуватися на принципах оптимізації та максимальної ефективності його використання. Методичні підходи до визначення оптимальної структури власного капіталу акціонерних товариств наведена на рисунку 3.1



Рисунок 3.1 – Методика аналізу оптимальності структури власного капіталу акціонерного товариства [66].

В основі оптимізаційних підходів до управління акціонерним капіталом лежить принцип мінімізації його вартості. Сьогоднішня теорія фінансового менеджменту має в арсеналі декілька моделей розрахунку вартості акціонерного капіталу серед яких найбільш розповсюджені такі:

модель Гордона.

модель оцінки довгострокових (капітальних) активів (САРМ).
кумулятивна модель.

В основі моделі Гордона є метод визначення вартості акцій шляхом дисконтування потоку дивідендів. У цій моделі виділяють три варіанти динаміки прогнозних значень дивідендів: дивіденди не змінюються (модель нульового зростання); дивіденди зростають із постійним темпом приросту (модель постійного зростання); дивіденди зростають із змінним темпом приросту (модель змінного зростання). Слід зазначити, що застосування моделі нульового зростання практично обмежено, оскільки цього прибуток і дивіденди компанії мають бути стабільними, що неможливо нині для українських емітентів. Модель постійного зростання дивідендів використовується стабільними компаніями, що успішно розвиваються, які знаходяться на стадії зрілості. У формалізованому вигляді цю модель можна подати у вигляді формули:

$$k_{BK} = \frac{D_1}{P_A(1-I_{EM})} + g \quad (3.1)$$

де D_1 – очікувані дивіденди в перший рік;

g – прогнозоване щорічне зростання дивідендів.

Модель змінного зростання дивідендів є найбільш складною, а її застосування практично обмежене. З назви моделі випливає, що підприємство планує різні періоди своєї діяльності різні темпи зростання дивідендів.

Модель САРМ (автор У. Шарп) ґрунтується на підході, що враховує оцінку ризику. Відповідно до цієї концепції, співвідношення прибутковості та ризику більшість інвесторів на ринку діють раціонально, є противниками ризику, тобто за більший ризик вимагають і більшу прибутковість. В цій моделі вартість акціонерного капіталу визначається за формулою:

$$k_{BK} = r_{\sigma p} + \beta(\bar{r} - r_{\sigma p}), \quad (3.2)$$

де $r_{\sigma p}$ – прибутковість безризикових активів;

\bar{r} – середня ринкова прибутковість;

β – коефіцієнт «бета».

SAPM не можна назвати ідеальною, проте багато її змістовне наповнення робить її застосовною та корисною в ряді випадків. Найчастіше цю модель критикують за нереалістичність, але результат розрахунку SAPM неважко обчислити і піддати стрес-тесту. У сукупності з іншими аналітичними інструментами він дає уявлення про багато важливих відомостей і на їх основі приймається рішення про доцільність інвестицій.

Для приватних компаній, для яких застосування попередніх моделей є неможливим, використовується кумулятивна модель, чи метод кумулятивної побудови. У цій моделі премія за ризик визначається основі віднесення компанії до однієї з категорій ризику. Індикаторами віднесення підприємства до тієї чи іншої категорії є показники, що характеризують фінансовий, ринковий, операційний та інвестиційний ризику. Але недоліком цієї моделі і те, що вона має суб'єктивний характер.

Таким чином, розглянувши основні моделі визначення вартості звичайних акцій, слід зазначити, що з підвищення точності розрахунків рекомендується використовувати кілька методів одночасно, порівнюючи результати. Фінансовий менеджер може орієнтуватися на середні значення, якщо виникли незначні розбіжності. У разі, коли відхилення значні, слід здійснити додатковий аналіз, уточнивши деякі вихідні параметри тощо. Таким чином, управління ціною власного капіталу – це процес формування вартісної структури капіталу. А ціль цього управління – мінімізація ціни власного капіталу та окремих його елементів.

3.2 Використання економіко-математичних методів в управлінні акціонерним капіталом (модель оптимальної структури інвестиційного портфеля)

3.2.1 Формування інвестиційного портфеля заданої дохідності для формування інвестиційного портфеля АТ «Кернел Груп» на основі моделі Марковіца

Кожний інвестор, інвестуючи у свої цінні папери, бажає отримати максимальний прибуток при мінімальному ризику. Основними параметрами моделі Марковіца є дохідність та ризикованість цінних паперів, які входять до портфелю. Дохідність портфелю цінних паперів визначається за формулою:

$$R_p = \sum_{i=1}^N R_i \cdot W_i \quad (3.3)$$

R_i – дохідність і-ого цінного паперу,

W_i – питома вага і-ого цінного паперу у портфелі ($\sum_{i=1}^N W_i = 1$). У загальному вигляді: $\left| \sum_{i=1}^N W_i \leq 1 \right|$. Якщо при розрахунку частка стане від'ємною, це означає, що інвестору доцільно купити цю акцію у борг.

Ризик, який потрібно мінімізувати, визначається як мінімум дисперсії портфелю:

$$D_p = \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N W_i^2 \cdot D_i + \sum_{i \neq j} W_i \cdot W_j \cdot \text{cov}_{ij} \rightarrow \min \quad (3.4)$$

D_i – дисперсія і-ого цінного паперу;

cov_{ij} – коваріація і-ого цінного паперу із j-м цінним папером ($i \neq j$);

σ_p середньоквадратичне відхилення портфелю цінних паперів.

Для того, щоб знайти рішення такої задачі вводять набір змінних $\lambda_1, \dots, \lambda_M$ (в нашому випадку $M=2$), званих множниками Лагранжа та складається функція Лагранжа.

$$L(W_1, \dots, W_N, \lambda_1, \lambda_2) = \sum_{i=1}^N W_i^2 \cdot D_i + \sum_{i \neq j} W_i \cdot W_j \cdot \text{cov}_{ij} + \lambda_1 (\sum_{i=1}^N W_i^2 - 1) + \lambda_2 (\sum_{i=1}^N W_i \cdot R_i - R_p) \rightarrow \min \quad (3.5)$$

та записується система рівнянь:

$$\begin{aligned} \frac{\partial}{\partial W_i} L &= 2W_i \cdot D_i + \sum_{j \neq i} W_j \cdot \text{cov}_{ij} + \lambda_1 + \lambda_2 \cdot R_i = 0 \\ \frac{\partial}{\partial \lambda_1} L &= \sum_{i=1}^N W_i^2 - 1 = 0 \\ \frac{\partial}{\partial \lambda_2} L &= \sum_{i=1}^N W_i \cdot R_i - R_p = 0 \end{aligned} \quad (3.6)$$

або

$$\begin{aligned} 2D_1 \cdot W_1 + \text{cov}_{12} \cdot W_2 + \dots + \text{cov}_{1N} \cdot W_N + 1 \cdot \lambda_1 + R_1 \cdot \lambda_2 &= 0; \\ \text{cov}_{12} \cdot W_1 + 2D_2 \cdot W_2 + \dots + \text{cov}_{2N} \cdot W_N + 1 \cdot \lambda_1 + R_2 \cdot \lambda_2 &= 0; \\ \dots \\ \text{cov}_{1N} \cdot W_1 + \text{cov}_{2N} \cdot W_2 + \dots + 2D_N \cdot W_N + 1 \cdot \lambda_1 + R_N \cdot \lambda_2 &= 0; \\ 1 \cdot W_1 + 1 \cdot W_2 + \dots + 1 \cdot W_N + 0 \cdot \lambda_1 + 0 \cdot \lambda_2 &= 1; \\ R_1 \cdot W_1 + R_2 \cdot W_2 + \dots + R_N \cdot W_N + 0 \cdot \lambda_1 + 0 \cdot \lambda_2 &= R_p \quad (R_p - \text{задається}). \end{aligned} \quad (3.7)$$

або у матричному вигляді:

$$\begin{pmatrix} 2 \cdot D_1 & \text{cov}_{12} & \dots & \text{cov}_{1N} & 1 & R_1 \\ \text{cov}_{21} & 2 \cdot D_1 & \dots & \text{cov}_{2N} & 1 & R_2 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \text{cov}_{N1} & \text{cov}_{N2} & \dots & 2 \cdot D_N & 1 & R_N \\ 1 & 1 & \dots & 1 & 0 & 0 \\ R_1 & R_2 & \dots & R_N & 0 & 0 \end{pmatrix} \cdot \begin{pmatrix} W_1 \\ W_2 \\ \dots \\ W_N \\ \lambda_1 \\ \lambda_2 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ \dots \\ \dots \\ 1 \\ R_p \end{pmatrix} \quad (3.8)$$

Значення невідомих $W_1, W_2, W_3, W_4, W_5, \lambda_1, \lambda_2$ визначаються множенням оберненої матриці коефіцієнтів при невідомих та стовбця вільних членів.

Розглянемо застосування моделі Марковіца у табличному процесі EXCEL.

Створимо таблицю, яка вміщує дані по котируванням (дохідності) акцій визначених компаній для формування інвестиційного портфеля АТ «Кернел Груп» за деякий проміжок часу 2020 -2021 років. Дані наведено на рисунку 3.2.

Котирування (доходність) акцій компаній					
	Райфайзен банк Аваль (BAVL)	Донбасенерго (DOEN)	Центренерго (CEEN)	Укрнафта (UNAF)	Турбоатом (TATM)
грудень	0,3450	23,5000	14,9900	130,0000	14,4353
січень	0,3500	23,5700	14,9700	132,0000	14,5000
лютий	0,3000	23,5000	14,0000	129,0000	14,4700
березень	0,3670	34,0000	13,1000	135,0000	14,3200
квітень	0,3600	33,0000	11,9500	155,0000	12,0000
травень	0,3550	28,0000	11,6700	161,0000	12,0000
червень	0,2850	28,2000	11,1000	155,0000	10,7000
Сер.знач.	0,3374	27,6814	13,1114	142,4286	13,2036

Рисунок 3.2 – Таблиця котирування акцій компаній

За допомогою функції коваріації (КОВАРИАЦІЯ.Г) визначимо значення коваріації i -того цінного паперу до j -ого. Результат визначення наведено на рисунку 3.3.

Формуємо систему рівнянь у матричному вигляді. Для цього вводимо значення коефіцієнтів при невідомих $W_1, W_2, W_3, W_4, W_5, \lambda_1, \lambda_2$. В останньому рядку таблиці вміщується середні значення котирування акцій компанії, рис.3.4.

Матриця коваріації i -ого цінного паперу до j -ого	0,000865388	0,051209388	0,008272245	0,0012449	0,013454508
	0,051209388	17,20778367	-3,851944898	26,1936735	-2,400684306
	0,008272245	-3,851944898	2,177926531	-17,319184	2,000632551
	0,001244898	26,19367347	-17,31918367	165,673469	-17,58349184
	0,013454508	-2,400684306	2,000632551	-17,583492	2,173310664

Рисунок 3.3 – Матриця коваріації цінних паперів

	W_1	W_2	W_3	W_4	W_5	λ_1	λ_2
Система рівнянь у матричному вигляді	0,001730776	0,051209388	0,008272245	0,0012449	0,013454508	1	0,33742857
	0,051209388	34,41556735	-3,851944898	26,1936735	-2,400684306	1	27,6814286
	0,008272245	-3,851944898	4,355853061	-17,319184	2,000632551	1	13,1114286
	0,001244898	26,19367347	-17,31918367	331,346939	-17,58349184	1	142,428571
	0,013454508	-2,400684306	2,000632551	-17,583492	4,346621328	1	13,2036143
	1	1	1	1	1	0	0
	0,3374	27,6814	13,1114	142,4286	13,2036	0	0

Рисунок 3.4 – Формування системи рівнянь у матричному вигляді

За допомогою функції МОБР визначаємо обернену матрицю коефіцієнтів при невідомих, рис. 3.5.

Обернена матриця коефіцієнтів при невідомих	0,097743271	-0,012958111	-0,053222069	0,0111455	-0,04270863	1	-0,0424
	-0,012958111	0,028877958	0,00354221	-0,004523	-0,01493906	-0	0,00382
	-0,053222069	0,00354221	0,241968753	-0,005523	-0,18676564	-0	0,01861
	0,01114554	-0,004523001	-0,005523255	0,0016125	-0,00271178	-0	0,0031
	-0,042708631	-0,014939055	-0,186765639	-0,002712	0,247125103	-0	0,0169
	1,015810233	-0,00256671	-0,005849215	-0,000754	-0,00664066	-0	0,0007
	-0,04242324	0,00381604	0,018605501	0,0031003	0,016901355	0	-0,0036

Рисунок 3.5 – Розрахунок оберненої матриці коефіцієнтів при невідомих

Шляхом множення значень оберненої матриці та вільних членів, визначаємо коефіцієнти при невідомих. Розрахункові формули та результати наведено на рисунку 3.6.

W_i	W_i^2
0,973386993	0,947482238
0,00124933	1,56083E-06
0,012756285	0,000162723
0,002346698	5,50699E-06
0,010260694	0,000105282
-0,001025906	1,05248E-06
-0,002872557	8,25159E-06

Рисунок 3.6 – Визначення коефіцієнтів при невідомих

Для визначення загальної дисперсії портфеля, потрібно с початку визначити значення дисперсії акцій компаній за термін часу за допомогою функції ДИСПР (рис. 3.7) та скласти дві допоміжні величини $\sum_{i=1}^N W_i^2 \cdot D_i$ та $\sum_{i \neq j} W_i \cdot W_j \cdot \text{cov}_{ij}$, які обраховані на рисунку 3.9 за допомогою результатів у таблиці на рисунку 3.8.

Дисперсія акцій компанії за термін часу				
0,0009	17,2078	2,1779	165,6735	2,1733

Дисперсія акцій компанії за термін часу				
=ДИСПР(B3:B9)	=ДИСПР(C3:C9)	=ДИСПР(D3:D9)	=ДИСПР(E3:E9)	=ДИСПР(F3:F9)

Рисунок 3.7 – Дисперсії акцій компанії за термін часу

	0,049847	0,00805	0,001212	0,0131
6,398E-05		-0,00481	0,032725	-0,003
0,0001055	-0,04914		-0,22093	0,02552
2,921E-06	0,061469	-0,04064		-0,04126
0,0001381	-0,02463	0,02053	-0,18042	
0,0003105	0,037546	-0,01688	-0,36741	-0,00565

	=\$J27*C12	=\$J27*D12	=\$J27*E12	=\$J27*F12
=\$J28*B13		=\$J28*D13	=\$J28*E13	=\$J28*F13
=\$J29*B14	=\$J29*C14		=\$J29*E14	=\$J29*F14
=\$J30*B15	=\$J30*C15	=\$J30*D15		=\$J30*F15
=\$J31*B16	=\$J31*C16	=\$J31*D16	=\$J31*E16	
=СУММ(L12:L16)	=СУММ(M12:M16)	=СУММ(N12:N16)	=СУММ(O12:O16)	=СУММ(P12:P16)

Рисунок 3.8 – Додаткова таблиця для розрахунку складових дисперсії

0,0023424	-0,000786274
=МУМНОЖ(H10:L10;K27:K31)	=МУМНОЖ(L17:P17;J27:J31)

Рисунок 3.9 – Складові величини дисперсії

Значення дисперсії портфеля та середньоквадратичного відхилення цінних паперів представлено на рисунку 3.10.

Дисперсія	0,0129835
σ_p	0,1139452
Дисперсія	=I8+K8
σ_p	=КОРЕНЬ(I4)

Рисунок 3.10 – Дисперсія портфеля та середньоквадратичне відхилення

При зміні значення прийнятної доходності портфеля можна побудувати залежність доходності портфеля від ступеня ризику. Отримані результати та їх графічне представлення надано на рисунках 3.11 та 3.12 відповідно.

Залежність доходності портфелю від ступені ризику та її дисперсія		
R_p	σ_p	Дисперсія (%)
1	0,0394	0,16%
2	0,0580	0,34%
3	0,0766	0,59%
4	0,0953	0,91%
5	0,1139	1,30%
6	0,1326	1,76%
7	0,1513	2,29%
8	0,1701	2,89%
9	0,1888	3,56%
10	0,2075	4,30%

Рисунок 3.11 – Значення залежності доходності портфелю від ступені ризику

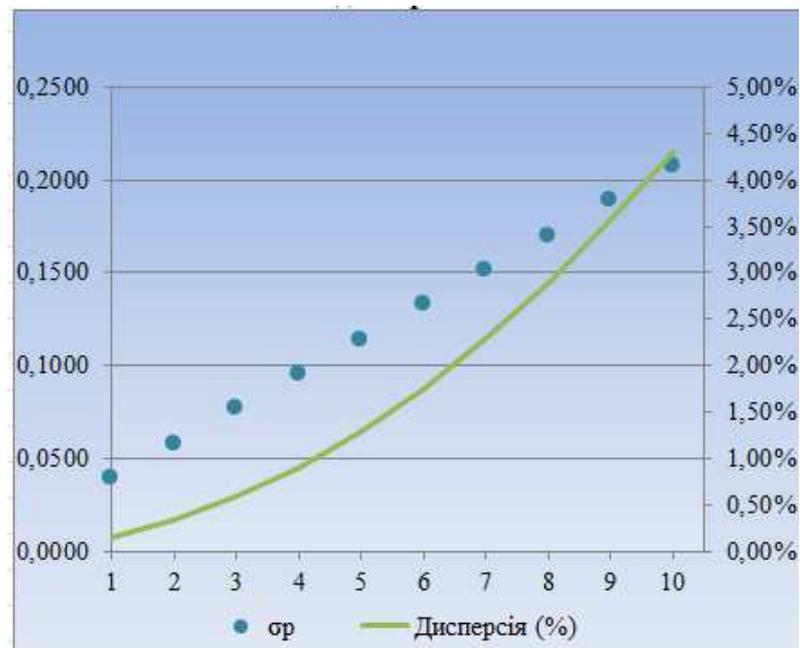


Рисунок 3.12 – Графічне представлення залежності

Стосовно отриманих результатів можна прийти до висновку, що вибір із множини ефективних портфелів оптимального залежить від схильності інвестора до ризику. Чим вищий рівень ризику вважає для себе прийнятним інвестор, тим вищий рівень доходу забезпечить йому оптимальний портфель.

3.2.2 Формування інвестиційного портфеля АТ «Кернел» на основі моделі «Квазі-Шарпа»

Для ефективної роботи на нестабільних фондових ринках використовується модель «Квазі-Шарпа» формування інвестиційного портфелю. Ця модель заснована на взаємозв'язку доходності кожного цінного паперу зі всієї множини N цінних паперів із доходністю одиничного портфелю з цих паперів. Основні допущення моделі «Квазі-Шарпа»:

дохідність цінного паперу розраховується, як математичне сподівання доходності;

одиничний портфель – це портфель, як складається зі всіх цінних паперів, що розглядаються, обраних в однакових частках;

дохідність цінного паперу розраховується, як чутливість зміни доходності портфелю від зміни доходності одиничного портфелю;

за без ризикову ставку приймається середня дохідність одиничного портфелю.

Формула доходності цінного паперу наступна:

$$R_i = \bar{R}_i + \beta_i (R_{sp} - \bar{R}_{sp}), \quad (3.9)$$

де R_{sp} – доходність одиничного портфелю;

β_i – коефіцієнт чуттєвості до змін доходності цінного паперу, коефіцієнт регресії в рівнянні доходності;

\bar{R}_i – середня дохідність цінного паперу;

\bar{R}_{sp} – середня дохідність одиничного портфелю.

Дохідність акцій розраховується за формулою:

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}}, \quad (3.10)$$

де R_i – поточна доходність акції;

P_i – поточна вартість акції;

P_{i-1} – вартість акції у попередньому періоді.

Ризик вимірюється за допомогою коефіцієнту бета (β), який характеризується ступеню чуттєвості до зміни доходності одиничного портфелю. Чим вище коефіцієнт бета, тим сильніше змінюється доходність цінного паперу від коливань доходності одиничного портфелю.

У моделі «Квазі-Шарпа» ризик цінного паперу представляє собою сукупність коефіцієнта бета та остаточного ризику (σ_{ri}). Остаточним ризиком називають степінь розкиду значень доходності цінного паперу відносно лінії регресії.

Дохідність в моделі «Квазі-Шарпа» розраховується як:

$$R_p = \sum_{i=1}^N \overline{R_i} \cdot W_i + (R_{sp} - \overline{R_{sp}}) \cdot \sum_{i=1}^N (\beta_i \cdot W_i), \quad (3.11)$$

де W_i – питома вага i -того цінного паперу у портфелі ($\sum_{i=1}^N W_i = 1$).

Ризик розраховується за наступною формулою:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^N (\beta_i \cdot W_i)^2 \cdot \sigma_{sp}^2 + \sum_{i=1}^N (\sigma_{ri}^2 \cdot W_i^2)}. \quad (3.12)$$

Чуттєвість зміни доходності акції від зміни доходності одиничного портфелю розраховується за формулою:

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^T ((R_i^t - \overline{R_i}) \cdot (R_{sp}^t - \overline{R_{sp}}))}{\sum_{t=1}^T (R_{sp}^t - \overline{R_{sp}})^2}. \quad (3.13)$$

Формула розрахунку остаточного ризику, який представляє собою степінь розкиду доходності цінного паперу відносно лінії регресії ризику наступна:

$$\sigma_{ri} = \frac{\sum_{t=1}^T (R_i^t - \bar{R}_i - \beta \cdot (R_{sp}^t - \bar{R}_{sp}))^2}{T}. \quad (3.14)$$

Ризик одиничного портфелю:

$$\sigma_{sp} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_{sp}^t - \bar{R}_{sp})^2}{T}}. \quad (3.15)$$

Задача формування оптимального портфеля за моделлю «Квазі-Шарпа», в якій максимізуємо доходність інвестиційного портфелю та встановлюємо достатній рівень ризику, буде виглядати наступним чином:

$$\left\{ \begin{array}{l} \sum_{i=1}^N (\bar{R}_i \cdot W_i) + (R_{sp} - \bar{R}_{sp}) \cdot \sum_{i=1}^N (\beta_i \cdot W_i) \rightarrow \max; \\ \sqrt{\sum_{i=1}^N (\beta_i \cdot W_i)^2 \cdot \sigma_{sp}^2 + \sum_{i=1}^N (\sigma_{ri}^2 \cdot W_i^2)} \leq \sigma_{reg}; \\ W_i \geq 0; \\ \sum_{i=1}^N W_i = 1). \end{array} \right. \quad (3.16)$$

Обернена задача формування оптимального портфелю, де мінімізується загальний ризик інвестиційного портфелю із фіксованим рівнем доходності, має наступний вигляд:

$$\left\{ \begin{array}{l} \sum_{i=1}^N (\bar{R}_i \cdot W_i) + (R_{sp} - \bar{R}_{sp}) \cdot \sum_{i=1}^N (\beta_i \cdot W_i) \geq R_{rag}; \\ \sqrt{\sum_{i=1}^N (\beta_i \cdot W_i)^2 \cdot \sigma_{sp}^2 + \sum_{i=1}^N (\sigma_{ri}^2 \cdot W_i^2)} \rightarrow \min; \\ W_i \geq 0; \\ \sum_{i=1}^N W_i = 1). \end{array} \right. \quad (3.17)$$

Модель «Квазі-Шарпа», доцільно використовувати при розгляді невеликої кількості цінних паперів, які належать однієї або декільком галузям. За допомогою цієї моделі добре підтримувати оптимальні структуру вже створеного інвестиційного портфелю. Недоліком цієї моделі можна враховувати не облік глобальних тенденцій, які впливають на доходність портфеля.

Розглянемо застосування моделі «Квазі-Шарпа», у табличному процесі EXCEL.

Створимо таблицю, яка вміщує дані по котируванням (доходності) акцій

визначених компаній для формування інвестиційного портфеля АТ «Кернел Груп» за деякий проміжок часу 2020-2021 років. Дані наведено на рисунку 3.13.

Значення доходності акцій та їх середніх величин за весь проміжок часу, а також доходність одиничного портфелю та її середнє значення надано на рисунку 3.14.

Для розрахунку чуттєвості зміни доходності акції від зміни доходності одиничного портфелю β , для простоти визначаємо спочатку знаменник коефіцієнта, потім значення числівників за періодами часу. Результати розрахунків надано на рисунку 3.15.

Котирування акцій компаній					
	Райфайзен банк Аваль (BAVL)	Донбасенерго (DOEN)	Центренерго (CEEN)	Укрнафта (UNAF)	Турбоатом (TATM)
грудень	0,3450	14,9900	23,5000	130,0000	14,4353
січень	0,3500	15,1000	23,5700	132,0000	14,5000
лютий	0,3700	16,0000	23,5000	130,0000	14,4700
березень	0,3800	14,2000	34,0000	135,0000	14,3200
квітень	0,3600	15,0000	32,0000	155,0000	15,0000
травень	0,3900	17,5000	29,0000	161,0000	13,0000
червень	0,3400	18,0000	30,0000	155,0000	13,5000
				Середня доходність	

Рисунок 3.13 – Котирування акцій компаній

Доходність акцій компаній					Доходність ОП
Райфайзен банк Аваль (BAVL)	Донбасенерго (DOEN)	Центренерго (CEEN)	Укрнафта (UNAF)	Турбоатом (TATM)	
0,014492754	0,007338225	0,002978723	0,015385	0,0044821	0,008935277
0,057142857	0,059602649	-0,002969877	-0,015152	-0,002069	0,01931103
0,027027027	-0,1125	0,446808511	0,038462	-0,0103663	0,07788616
-0,05263158	0,056338028	-0,058823529	0,148148	0,047486	0,02810342
0,083333333	0,166666667	-0,09375	0,03871	-0,1333333	0,012325269
-0,12820513	0,028571429	0,034482759	-0,037267	0,0384615	-0,0127913
0,000193211	0,034336166	0,054787764	0,031381	-0,0092232	
	Середня доходність одиничного портфелю				0,022294977

Рисунок 3.14 – Доходність акцій компаній та одиничного портфелю

Чуттєвість зміни доходності акції від зміни одиничного портфелю					
Знаменник	Чисельник-1	Чисельник-2	Чисельник-3	Чисельник-4	Чисельник-5
0,000178482	-0,00019104	0,000360684	0,000692153	0,000213706	-0,0001831
8,90394E-06	-0,00016993	-7,53938E-05	0,000172346	0,00013885	-2,1348E-05
0,00309038	0,001491724	-0,008162796	0,021792897	0,000393621	-6,3547E-05
3,3738E-05	-0,00030683	0,000127797	-0,0006599	0,000678236	0,000329392
9,93951E-05	-0,00082888	-0,001319296	0,001480878	-7,3066E-05	0,001237342
0,001231047	0,004505019	0,000202263	0,000712427	0,002408602	-0,00167308
0,004641945	0,004500058	-0,008866742	0,024190797	0,003759949	-0,00037434
Бета (β)	0,96943374	-1,9101352	5,21134939	0,80999431	-0,0806422

Рисунок 3.15 – Розрахунок коефіцієнту чуттєвості до змін доходності ЦП

Отримані значення остаточного ризику та ризику одиничного портфелю представлено на рисунку 3.16.

Остаточний ризик				
Райфайзен банк Аваль (BAVL)	Донбасенерго (DOEN)	Центренерго (SEEN)	Укрнафта (UNAF)	Турбоатом (TATM)
0,00020981	0,000692163	0,003070943	0,0002614	0,00018743
0,00326205	0,000631139	0,003440502	0,0021757	5,1158E-05
0,00064453	0,026382924	0,077534594	4,572E-05	1,3185E-06
0,00275912	0,000494883	0,012137936	0,0135066	0,00321895
0,00704654	0,016850757	0,024415668	5,458E-05	0,01537858
0,01762672	2,89271E-05	0,00057685	0,0049842	0,00226098
0,00525813	0,007513465	0,020196082	0,0035047	0,0035164
Ризик одиничного портфелю			0,025751	

Рисунок 3.16 – Розрахунок остаточного ризику

На рисунку 3.17 представлено підсумкові дані формування інвестиційного портфеля для формування інвестиційного портфеля АТ «Кернел Груп».

Підсумкові дані за моделлю Квізі-Шарпа					
Назва компанії	Коефіцієнт β	Середня доходність R	Остаточний ризик σ	Ризик ОП	R_{sp}
Райфайзен банк Аваль (BAVL)	0,9694	0,02%	0,53%		
Донбасенерго (DOEN)	-1,9101	3,43%	0,75%	2,58%	0,0223
Центренерго (SEEN)	5,2113	5,48%	2,02%		
Укрнафта (UNAF)	0,8100	3,14%	0,35%		
Турбоатом (TATM)	-0,0806	-0,92%	0,35%		

Рисунок 3.17 – Підсумкові дані за моделлю

Для того, щоб максимізувати доходність інвестиційного портфелю із обмеженням на ризик, виконаємо розрахунок часток акцій в інвестиційному проекті, використовуючи надбудову табличного процесора Excel «Пошук рішення». Це буде діапазон значень, які змінюється при кожному запуску Пошуку рішення. (рис. 3.18).

Частка акцій в портфелі (W)	R·W	$\beta \cdot W$	$(\beta \cdot W)^2$	$\sigma^2 \cdot W^2$
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0
0	0	0	0	0

	G	H	I	J	K
Частка акцій в портфелі (W)	R·W	$\beta \cdot W$	$(\beta \cdot W)^2$	$\sigma^2 \cdot W^2$	
2					
3	0	=C3*G3	=B3*G3	=I3^2	=D3^2*G3^2
4	0	=C4*G4	=B4*G4	=I4^2	=D4^2*G4^2
5	0	=C5*G5	=B5*G5	=I5^2	=D5^2*G5^2
6	0	=C6*G6	=B6*G6	=I6^2	=D6^2*G6^2
7	0	=C7*G7	=B7*G7	=I7^2	=D7^2*G7^2
8	=СУММ(G3:G7)	=СУММ(H3:H7)	=СУММ(I3:I7)	=СУММ(J3:J7)	=СУММ(K3:K7)

Рисунок 3.18 – Підсумкові дані за моделлю

В якості цільової комірки приймається доходність, портфеля, яка повинна прямувати до максимуму.

Результати максимізації доходу, які отримані при застосування надбудови Пошук рішення, надано на рисунку 3.19.

Ризик ОП	R_{sp}	Частка акцій в портфелі (W)	$R \cdot W$	$\beta \cdot W$	$(\beta \cdot W)^2$	$\sigma^2 \cdot W^2$
		0	0	0	0	0
2,58%	0,0223	0	0	0	0	0
		0,354425186	0,0194	1,847	3,412	5,124E-05
		0,645574814	0,0203	0,523	0,273	5,119E-06
		0	0	0	0	0
	Сума	1	0,0397	2,37	3,685	5,636E-05

Доходність портфеля	8,13%	5%
Ризик портфеля <	5,00%	

Рисунок 3.19 – Результати максимізації доходу

Стосовно визначених результатів, можна підтвердити, що для отримання оптимальної структури інвестиційного портфелю АТ «Кернел» (Дохідність 8,13% та Ризик портфелю 5%) до нього повинні входити акції компаній «Центренерго (CEEN)» із часткою 0,354425186 та «Укрнафта (UNAF)» із часткою 0,645574814.

3.3 Впровадження інформаційних інструментів в систему управління капіталом корпорації

Зростання ролі і значення інформації у світовому розвитку наприкінці ХХ – початку ХХІ ст., тобто в ході інформаційно-технологічної революції, або іншими словами в умовах формування нової моделі індустріального розвитку («Індустрії 4.0»), вплинули на трансформаційні процеси, що відбуваються в суспільстві та економіці усіх країн світу. Цифрові технології розвиваються з надзвичайною швидкістю, фундаментально змінюючи характер ведення бізнесу, трудові відносини між роботодавцем і працівником, а також життя суспільства в

цілому. Технології дають змогу дематеріалізувати і демократизувати економіки різних країн світу [67].

Нині на ринку інформаційних продуктів України представлено широкий асортимент інформаційних технологій, що покращують продуктивність автоматизованих бізнес-процесів на підприємстві. Одним з найкращих варіантів є система планування ресурсів підприємства – Enterprise Resource Planning System (ERP). Це корпоративна інформаційна система, призначена для автоматизації процесу управління. В основі ERP-системи забезпечують управління фінансами, управління виробництвом, супроводжують процеси формування та розподіл запасів, управління реалізацією та маркетингом, постачанням, управління проектами, управління сервісним обслуговуванням та контролюють процедури щодо забезпечення якості продукції, тобто забезпечується ефективність управління усіма процесами, які відбуваються на підприємстві.

Незважаючи на всі переваги, що дозволяє отримати інтегрована інформаційна система, існує ряд факторів, які впливають на рішення керівництва про впровадження таких систем. Всі представлені на ринку ERP-класу досить дорогі. Слід також оцінювати не тільки вартість придбання системи, але і вартість проекту впровадження, і так звану вартість володіння системою (вартість підтримки). Ці витрати займають чималу частку в загальній сукупності витрат на проект впровадження ERP-системи. Також, на впровадження проектів таких систем, як правило, потрібен досить тривалий час, від півроку до року (це мінімально необхідні терміни). Проект впровадження системи ERP-класу тягне за собою реорганізацію бізнес-процесів підприємства. Як наслідок - необхідний серйозний підхід до опису існуючих бізнес-процесів та пошуку шляхів їх оптимізації. Очевидно, що в ході такого глобального проекту виникають складності.

До основних проблем, що впливає на швидкість завершення проекту впровадження інтегрованої корпоративної інформаційної системи та його успішність, відносяться: неформалізованість бізнес-процесів, швидка зміна

процесів за час перебігу проекту, висока плинність кадрів, опір організаційним змінам. Незважаючи на всі ці проблеми, інтегровані інформаційні системи є досить популярними у підприємців, адже ці системи виправдовують себе, тобто приносять результат. А також підвищують імідж підприємства, а отже спонукають довіру клієнтів до діяльності своєї організації.

Процес впровадження ERP-системи складається з декількох етапів: аналіз усіх сфер діяльності досліджуваного підприємства, виявлення проблем, потреб і можливостей, моделювання бізнес-процесів, постановка задачі, формування системи, внесення даних, підготовка до експлуатації і навчання користувачів, запуск і тестова експлуатація (1-3 міс.) у реальних умовах роботи. У подальшій діяльності підприємства забезпечується постійний розвиток системи, який полягає в удосконаленні існуючої ERP-системи, тобто розширенні її функціональних можливостей через втілення нових модулів [4].

Щоб вдосконалити подальший розвиток системи пропонується підхід, який уже прижився в новій економічній реальності, а саме Product Lifecycle Management (PLM). Product Lifecycle Management – це управління даними про продукт упродовж його життєвого циклу. Завдяки цьому підходу створюється повний набір рішень з детальною інформацією про продукт у процесі його розробки, виготовлення з послідувочою його реалізацією і експлуатацією. Система управління PLM складається з наступних модулів:

управління даними життєвого циклу (Life Cycle Data Management);

співпраця за життєвим циклом (Life Cycle Collaboration);

управління якістю (Quality Management);

управління взаємодіями з клієнтами (CRM – Customer Relationship Management);

управління програмами і проектами (Program and Project Management).

Систему PLM пропонується застосувати до ERP-системи, як до продукту. Тобто, надати можливість управління інформаційною технологією протягом всього терміну її експлуатації. Це надасть користувачеві повну інформацію про продукт IT, та полегшить процес впровадження цього продукту на підприємство.

Реалізація PLM-технологій у практичному плані припускає організацію єдиного інформаційного простору (інтегрованого інформаційного середовища), що об'єднує автоматизовані системи, призначені як для ефективного вирішення завдань інженерної діяльності, так і для планування і управління виробництвом і ресурсами підприємства. Якщо брати загалом, то визначальними мотивами впровадження інформаційних технологій є бажання оптимізувати облік і контроль на підприємстві, зменшити витрати, оптимізувати управління при територіальному розподілі компанії, забезпечити прозорість для інвесторів, збільшити частку ринку.

На рис. 3.20 зображено алгоритм вирішення проблеми вибору інформаційних технологій на підприємствах. Згідно з цією схемою для вирішення проблеми вибору інформаційних технологій управління мають бути вироблені критерії, які дозволять, зважаючи на специфіку діяльності підприємств, співвіднести вимоги підприємства, що пред'являються до інформаційних технологій, з даними їх варіантами. Відповідно до розроблених критеріїв, здійснюється аналіз даних варіантів інформаційних технологій управління. Потім, відповідно ступеня задоволеності критеріям, здійснюється вибір конкретної інформаційної технології.

Алгоритм впровадження ІТ управління підприємством супроводжується сукупністю методів, щодо вибору інформаційних систем. Інформаційні технології на підприємствах повинні використовуватися для ефективної організації інформаційних потоків і розширення можливостей застосування економіко-математичних методів. Так, оцінка ефективності від впровадження інформаційної системи здійснюється на основі наступних методів:

фінансові методи. Ці методи надають можливість представити результати оцінок критеріїв щодо вибору ІТ у фінансовому вираженні, що матеріально обґрунтовує процес впровадження інформаційної системи на підприємстві;

евристичні методи. Ця група методів дозволяє враховувати специфіку кожного підприємства при визначенні характеристик інформаційних технологій, які підлягають оцінці. Застосування методів евристичної групи (Збалансована

система показників (Balanced Scorecard, BSC); Інформаційна економіка (Information Economics, IE)) забезпечить визначення відповідності ІТ-проекту бізнес-стратегії підприємства і його внеску в досягнення підприємством встановлених стратегічних цілей.



Рисунок 3.20 – Алгоритм вирішення проблеми вибору інформаційних технологій управління на підприємствах

Використання даних методик дозволить виявляти як явні, так і неявні фактори ефективності ІТ-проектів.

імовірнісні методи. Імовірнісні методики (прикладна інформаційна економіка (Applied Information Economics, AIE); справедлива ціна опціонів (Real Options Valuation, ROV)) дозволяють здійснювати оцінку очікуваних ризиків, які здійснюють негативний вплив на досягнення запланованих показників ІТ-проекту і появу нових можливостей підприємства з початком використання інформаційних технологій на базі статистичних і математичних моделей.

Слід зазначити, що в даний час існує два способи покупки інформаційної системи. Перший спосіб досить відомий – придбання ІТ-продукту безпосередньо у виробника або у його офіційного дилера у вигляді «коробки» з дисками, драйверами, інструкцією і т.д. Другий спосіб дещо відрізняється від попереднього. Його суть полягає в тому, що керівництво заключає договір оренди з виробником ІТ-продукту. Орендодавець надає право користування інформаційною системою орендарю, яку він скачує з сервера (хмари) орендодавця (виробника).

Відповідно до представлених методик, пропонується здійснювати процес впровадження інформаційних технологій за наступною схемою, рис. 3.21.



Рисунок 3.21 – Процес впровадження інформаційних технологій на підприємствах

Для вирішення проблеми вибору інформаційних технологій управління з врахуванням особливостей даного підприємства необхідно провести ретельні дослідження ринку існуючих інформаційних технологій (блок 1).

Блок 2. Провести ретельний аналіз альтернативних варіантів застосовуючи існуючі методи впровадження інформаційних технологій. Наступним кроком необхідно провести вибір з розглянутих альтернативних варіантів найбільш притаманної ІТ-системи для діяльності даного підприємства (блок 3).

Блок 4. Обрати спосіб придбання обраної інформаційної системи за критерієм мінімізації витрат.

Блок 5. Залучення спеціалістів та проведення навчання персоналу по роботі з ІТ-системою.

Блок 6. Впровадження в діяльність підприємства інформаційної системи.

Блок 7. Остаточним кроком буде супровід інформаційної системи на базі PLM (Product Lifecycle Management).

Використовуючи дану схему впровадження інформаційних технологій управління підприємством, керівники зможуть підвищити ступінь керованості процесами техніко-економічного розвитку підприємства, а також зможуть поліпшити якість прийнятих управлінських рішень та забезпечити оперативність інформаційних процесів і послуг.

АТ «Кернел» – один із лідерів в українському АПК з інвестицій у цифрові технології. ІТ-команда компанії оцифрувала логістику, трейдинг, документообіг, підвищила мобільність співробітників та швидкість прийняття рішень.

Виділяють три основні функції ІТ-технологій для будь-якого підприємства. Перша – це підтримка бізнесу, тобто забезпечення безперервності роботи офісу, активів, співробітників. Друга – розвиток як з точки зору збільшення активів, зростання продажів і кількості клієнтів, так і з точки зору якості обслуговування або підвищення ефективності бізнес-процесів. Крім того, ІТ грає важливу роль при створенні нових продуктів і сервісів. А третя – це платформа для інновацій та трансформацій.

Діджиталізацію агробізнесу АТ «Кернел» об'єднав в інноваційну екосистему «DigitalAgriBusiness». За лічені секунди з будь-якої точки світу можна зайти на кожне поле, побачити всі звіти та аналітику, відео та фотоматеріали.

«DigitalAgriBusiness» – комплексна інтелектуальна система управління сільськогосподарським виробництвом, розроблена львівською ІТ-компанією «Eleks». Це система управління агровиробництвом класу FMIS (Farm management information systems), розділена на 4 модулі – планування, операційне управління, моніторинг і мобільні додатки. Завдання системи – використовуючи алгоритми, зібрані й оцифровані дані, аналізувати максимально можливу кількість чинників, які впливають на врожайність та прибуток компанії, і надавати рекомендації для прийняття раціональних рішень, рис. 3.22.



Рисунок 3.22– Функції інноваційної системи DigitalAgriBusiness [69]

Архітектура системи базується на продуктах з відкритим кодом, ядром яких є технологія WSO2. Надано технічні нюанси інтеграції із внутрішніми та зовнішніми джерелами даних. Наприклад, АТ «Кернел» має власну мережу метеостанцій, яка є постачальником даних для системи. Існує лабораторія, з якої інформація оновлюється, рис. 3.23.

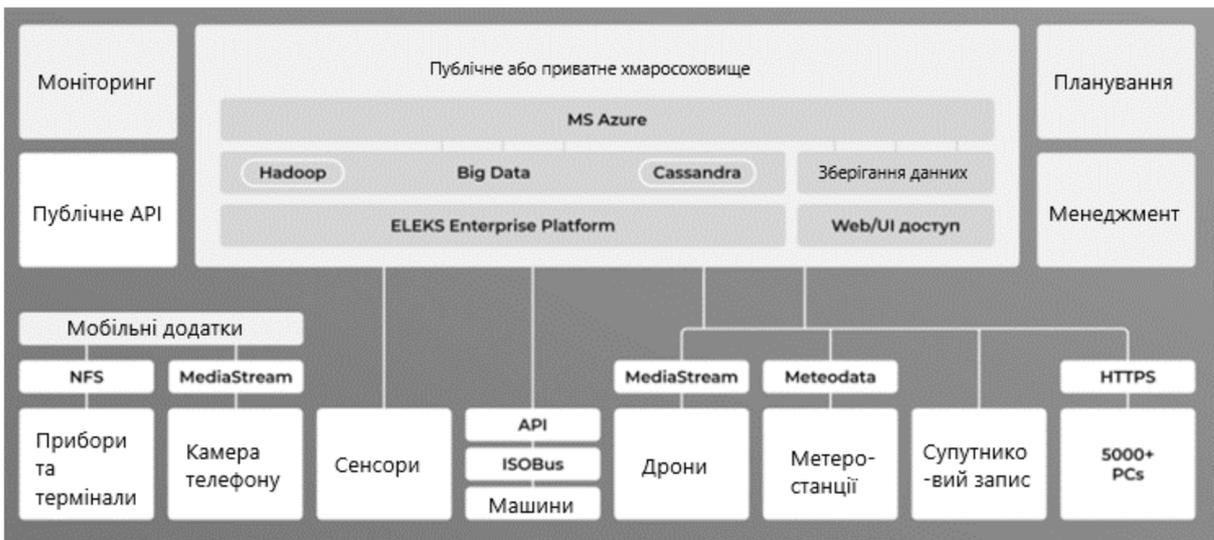


Рис 3.23 – Архітектурний концепт екосистеми DigitalAgriBusiness [69]

Збирається інформація про сучасний рівень техніки та дані про обладнання для точного землеробства. Є багато зовнішніх служб. З деякими з них система вже працює в рамках планування. Кернел Груп використовує рішення від Wialon для GPS–моніторингу транспорту. Протягом сезону спостерігається понад 10 000 одиниць обладнання.

Автоматизація відбувається не лише на агропідприємствах, а й на заводах, терміналах та елеваторах компанії. Всі ІТ-системи інтегровані між собою та в режимі реального часу обмінюються інформацією.

Зараз у компанії оновлюють систему управління бізнес-процесами за допомогою ERP-рішень нового покоління на базі «Microsoft Dynamics NAV 2018». ERP-система (з англ. Enterprise Resource Planning System — Система планування ресурсів підприємства) – корпоративна інформаційна система (КІС), призначена для автоматизації обліку й керування. Зазвичай ERP-системи будуються за модульним принципом і в тому або іншому ступені охоплюють всі ключові процеси діяльності компанії. «Microsoft Dynamics NAV 2018» - інтегрована система управління підприємством, призначена для допомоги у фінансах, виробництві, взаємовідносинами з клієнтами, ланцюгу постачань, аналітиці і електронній комерції для малих, середніх компаній, а також дочірніх компаній великих міжнародних груп. Для модифікації системи використовується власна мова програмування C/AL. Система є трирівневим

клієнт-серверним додатком, що складається з системи управління базами даних, сервера додатку, а також користувачами, які підключаються за допомогою програмного забезпечення «Windows» або веб-інтерфейсу. В основі «Microsoft Dynamics NAV» лежать інструменти бухгалтерського обліку і аналізу, управління фінансами і товарно-матеріальними потоками. Крім того, система дозволяє організувати кадровий, складський і виробничий облік, а також розрахунок заробітної плати. При цьому в ній реалізовані методи ведення фінансового і податкового обліку. «Microsoft Dynamics NAV 2018» надає інтегровану функціональність для підтримки фінансового управління, управління ланцюгом постачань, виробництва, розподілу, управління взаємовідносинами з клієнтами, продажів і маркетингу, управління послугами, управління проектами і ресурсами, управління складом. В системі діють наскрізні процеси. Таким чином, кожна операція оновлює всю пов'язану з нею інформацію у всіх модулях. Така функціональність дозволяє вести всесторонню аналітичну обробку даних.

Крім того, в АТ «Кернел» функціонує єдиний ІТ-комплекс HR-сервісів, звітності та рішення бізнес-завдань, а за сумісництвом - щоденний помічник співробітників – «Employee Data Center». У рамках «Employee Data Center Kernel» співробітники компанії використовують digital-інструменти, які допомагають підтримувати ефективність бізнес-процесів, якість і швидкість сервісів. Зокрема, на підприємствах функціонують інформаційні кіоски, система «Мій кабінет», центр даних керівника, чат-боти, Power BI та інші адміністративні й HR-сервіси.

Компоненти «Employee Data Center Kernel»:

кабінет співробітника «Мій кабінет», який є порталом самообслуговування, створюється автоматично для кожного співробітника з персональним обліковим записом та персональним комп'ютером або планшетом, і має 4 основні блоки:

забезпечення реалізації HR процесів

HR Cycle Data: консолідація інформації з усіх інформаційних систем з урахування життєвого циклу працівника

Power BI Reports: звітність по ключових показниках всіх бізнес напрямків компанії з можливістю порівняння даних за різні періоди у будь-який момент часу.

Робота з поточними завданнями: персональні завдання і завдання, що надходять з різних бізнес процесів, підписання електронних документів, колекція посилань на всі інформаційні ресурси компанії і електронні бази, довідник організаційної структури, бази знань тощо.

Доступ до «Мій кабінет» відкритий як з робочого місця, так і з мобільного пристрою завдяки архітектурі, побудованій на хмарних технологіях. Досить ввести свій e-mail та пароль доступу до Office365.

Кабінет керівника: керівник, крім свого персонального кабінету, має доступ до консолідованої інформації по своїй команді. Інформація має 2 подання: консолідований dashboard-звіт по підрозділу на базі PowerBI і детальна інформація по кожному співробітнику, та в цілому по підрозділу. Інформація оновлюється в режимі online.

Інформаційний кіоск для працівників, які не мають персонального комп'ютера, це дає можливість отримати розрахунковий лист за будь-який період, оформити заяву на відпустку, замовити довідку, подати ідею щодо поліпшення виробничого процесу. Доступ до інфокіосків відкритий в режимі 24x7. Для доступу до персональної інформації працівнику достатньо ввести свій номер мобільного телефону і одноразовий пароль, який система відправляє у вигляді sms.

Боти. Для забезпечення роботи в польових умовах, з поганим покриттям, створений Telegramбот, який дозволяє узгоджувати документи, відпустки, відрядження, ставити завдання співробітникам і навіть дозволяє підписати електронний документ без спеціального входу у корпоративні додатки. У перший день прийому нового співробітника супроводжує адаптаційний бот, який персоналізовано, враховуючи посаду і напрямок діяльності новачка. Крок

за кроком в доступній ігровій формі розповідає про компанію, корпоративну культуру, правила та сервіси, що є доступними для співробітника. Бот гарячої лінії створено для прийому інформації на гарячу лінію та відповідей на типові запитання щодо ринку землі.

Представництво АЦСК для забезпечення процесу видачі КЕП (кваліфікованого електронного підпису) для співробітників холдингу.

У 2021 році Компанія Kernel потрапила в ТОП-25 рейтингу підприємств, які спеціалізуються на цифрових продуктах або успішно впроваджують ІТ-технології у своїй діяльності.

Таким чином, АТ «Кернел» активно впроваджує інформаційні інструменти в свою систему управління капіталом. Такими інструментами є комплексна інтелектуальна система управління сільськогосподарським виробництвом «DigitalAgriBusiness», ERP-система «Microsoft Dynamics NAV 2018», ІТ-комплекс HR-сервісів, звітності та рішення бізнес-завдань та щоденний помічник співробітників – «Employee Data Center».

Висновки до розділу 3

У третьому розділі кваліфікаційної роботи було розглянуто та вирішено сукупність завдань, що дають змогу зробити такі висновки:

1. Обґрунтовано стратегічні напрями удосконалення управління акціонерним капіталом АТ «Кернел». Основні напрями управління акціонерним капіталом, серед яких збільшення акціонерного капіталу, зменшення акціонерного капіталу, структурні зміни акціонерного капіталу. Моделі розрахунку вартості акціонерного капіталу, зокрема модель Гордона, модель оцінки довгострокових (капітальних) активів (САРМ), кумулятивна модель, не можна назвати ідеальними та універсальними. Проте вони можуть застосовуватися і приносити користь в ряді випадків.

2. Запропоновано використовувати задачу Марковіца стосовно формування портфеля цінних паперів заданої доходності. Розглянуто випадок для 5-ти компаній за термін часу 7 місяців. Стосовно отриманих результатів можна прийти до висновку, що вибір із множини ефективних портфелів оптимального залежить від схильності інвестора до ризику. Чим вищий рівень ризику вважає для себе прийнятним інвестор, тим вищий рівень доходу забезпечить йому оптимальний портфель.

3. Запропоновано використовувати задачу формування інвестиційного портфеля на основі моделі «Квазі-Шарпа». Ця модель використовується для ефективної роботи на нестабільних фондових ринках. Модель заснована на взаємозв'язку доходності кожного цінного паперу зі всієї множини N цінних паперів із доходністю одиничного портфелю з цих паперів. Модель доцільно використовувати при розгляді невеликої кількості цінних паперів, які належать однієї або декільком галузям. За допомогою цієї моделі добре підтримувати оптимальні структуру вже створеного інвестиційного портфелю. Недоліком цієї моделі можна враховувати не облік глобальних тенденцій, які впливають на доходність портфеля.

4. На основі впровадження розробленого алгоритму вирішення проблем вибору інформаційних технологій управління підприємством, керівникам надається не тільки можливість вибору інформаційних технологій управління, а й можливість оцінити результативність впливу ІТ-системи на діяльність підприємства.

ВИСНОВКИ

Результати проведеного дослідження теоретико-методичних підходів щодо побудови сучасної системи управління корпоративним капіталом та розроблення практичних рекомендацій щодо її удосконаленням з урахування міжнародного досвіду дало змогу зробити такі висновки.

1. У результаті дослідження теоретичних аспектів управління капіталом у корпорації було узагальнене поняття «акціонерний капітал» як економічної категорії. Зокрема, акціонерний капітал – капітал акціонерного товариства, створеного за рахунок внесків акціонерів шляхом придбання ними цінних паперів (акцій) і вираженого у матеріальному (капіталізована частина прибутку) та нематеріальному вигляді (одержання додаткової вартості у формі прибутку, дивідендів та інших доходів, включаючи сучасні механізми мобілізації інвестиційного капіталу на фондових ринках) для забезпечення максимізації добробуту акціонерів та соціально-економічного ефекту його діяльності. Оскільки акціонерний капітал формується шляхом об'єднання розрізаних грошових коштів в один великий капітал, він являє собою більш розвинуту форму капіталу порівняно з індивідуальним, поєднуючи в одному місці суспільні засоби виробництва і робочу силу. Компанії засновані на такому капіталі априорі мають більше можливостей і є більш захищеними у випадку банкрутства.

2. На сьогоднішній день існує велика кількість теорій структури капіталу у спробі його зрозуміти і розв'язати проблему формування його структури. Розглянуті теорії нерелевантності структури капіталу, компромісу, ієрархії, ринкового часу, гіпотеза кредитного рейтингу. Теорія Модільяні та Міллера про нерелевантність структури капіталу стала основою для розвитку інших теорій. Вона сформувала модель ідеального ринку, проголосивши, що на вартість підприємства не впливає його структура капіталу і, що не існує оптимального співвідношення боргу і власного капіталу. Ці твердження зумовили появу подальших теорій, що намагалися вирішити оптимальний рівень боргу, залежність фінансової стійкості підприємства від вибору джерел фінансування,

довести вплив поточної ринкової ситуації для визначення моменту виведення акцій на ринок тощо.

3. Розглянуто низку методичних підходів до оцінки вартості капіталу, зокрема, відповідно до поетапності процесу оцінювання виділено підходи до оцінки вартості власного капіталу та позикового капіталу, що пропонують застосовувати різні ознаки та аналітичні дані. Жоден із підходів не є універсальним і потребує подальших досліджень.

4. Аналіз підприємства як суб'єкта господарювання був здійснений на прикладі провідного українського агрохолдингу АТ «Кернел», основною сферою діяльності якого є експорт сільськогосподарських культур та виробленої на їх основі продукції. Встановлено, що компанія є вертикально-інтегрованою, має багаторівневу структуру, управління здійснюється з дотриманням міжнародних стандартів ведення бізнесу і стратегії концентрованого росту. Управління корпоративним капіталом компанії є стратегічно важливим завданням її менеджменту.

5. У 2021 фінансовому році холдинг отримав 5 647 мільйонів доларів США доходу, що на 38% більше порівняно з аналогічним періодом минулого року через високі ціни на зерно та соняшникову олію (хоча й нижчі фізичні обсяги експорту з України) та активні фізичні продажі так званих «м'яких» сировинних товарів, отриманих від третіх сторін, дочірньою компанією Avere. Валовий прибуток за 2021 фінансовий рік подвоївся порівняно з аналогічним періодом минулого року і склав 903 мільйони доларів США, перевищивши сумарний показник за 2 попередні 2019 – 2020 роки. Прибуток від операційної діяльності зріс у 2,4 рази порівняно з аналогічним періодом минулого року до 812 мільйонів доларів США, також перевищивши сумарний показник за два попередні роки. Отже, ефективність управління АТ «Кернел» підтверджується високими фінансовими та економічними показниками, що вказують на фінансову стійкість корпорації.

6. Оцінювання існуючого процесу управління акціонерним капіталом АТ «Кернел» здійснене на основі оцінки таких показників як рентабельність

власного капіталу (ROE), рентабельність інвестованого капіталу (ROIC), прибуток на інвестований капітал (ROCE), середньозважена вартість капіталу (WACC). Визначено, що бізнес АТ «Кернел» показує тенденцію до стабільного зростання. Компанія є прибутковою та інвестиційно привабливою.

7. Обґрунтовані стратегічні напрями вдосконалення управління акціонерним капіталом АТ «Кернел», зокрема, як міжнародній компанії холдингу необхідно дотримуватися загальноприйнятих цілей сталого розвитку шляхом реалізації власної стратегії сталого розвитку, а також керуватися загальновизнаними міжнародними підходами, критеріями та показниками задля дієвого вдосконалення управління корпоративним капіталом. Розглянуто три основні напрями управління акціонерним капіталом, методику аналізу оптимальності структури власного капіталу акціонерного товариства та моделі розрахунку вартості акціонерного капіталу. Для здійснення управління рекомендується використовувати кілька методів одночасно, порівнюючи їх результати.

8. Внаслідок аналізу і розрахунків моделі оптимальної структури інвестиційного портфелю (дохідність 8,13% та ризик-портфелю 5%) рекомендовано включити в його структуру акції компаній «Центренерго (SEEN)» із часткою 0,35 та «Укрнафта (UNAF)» із часткою 0,65.

9. Розглянуто алгоритм вирішення проблеми вибору інформаційних технологій управління підприємством, завдяки якому реалізуються можливості вибору інформаційних технологій управління та оцінки результативності впливу ІТ-системи на діяльність підприємства. Упровадження інформаційних інструментів до системи управління капіталом корпорації здійснюється шляхом застосування системи планування ресурсів підприємства або ERP, метою якої є автоматизація процесу управління. Пропонується застосовувати супровід інформаційної системи на базі PLM, тобто надати можливість управління інформаційною технологією протягом всього терміну її експлуатації. Завдяки впровадженню інформаційних технологій сьогодні менеджмент АТ «Кернел» підвищив мобільність співробітників та швидкість прийняття рішень. Серед інформаційних інструментів компанії є система управління

сільськогосподарським виробництвом «DigitalAgriBusiness», ERP-система «Microsoft Dynamics NAV 2018», IT-комплекс HR-сервісів, звітності та рішення бізнес-завдань, та щоденний помічник співробітників – «Employee Data Center».

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Butkova O. The definition of «capital» as an economic and accounting category. E3S Web of Conferences. Vol. 175. EDP Sciences, 2020.
2. Ansoff H.I. Strategic Management. 2007. 250 p.
3. Drucker P. Management Challenges for the 21st Century. 1999. 208 p.
4. Баюра Д.О. Система корпоративного управління в Україні: стан та перспективи розвитку: монографія. К.: Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет", 2009. 288 с.
5. Борщ О.Г. Методичні підходи до управління структурою капіталу акціонерних підприємств молочної галузі. *Зб. наук. пр. Подільського державно-агротехнічного ун-ту*. 2006. Вип. 14. Т. 2. С.171–174.
6. Мацера С.М. Економічний зміст та значення акціонерного капіталу в сучасних умовах. *ScientificWorld (Sworld): Е-Журнал*. URL: <http://www.sworld.com.ua/index.php/ru/economy311/economic-theory-and-history-311> (дата звернення 02.11.2022).
7. Плешакова О.А. Теоретичні аспекти дослідження базових функцій акціонерного капіталу в контексті ринкової трансформації економіки. *Культура народів Причорномор'я*. 2013. № 264. С. 167-171.
8. Сорокін М.Е. Акціонерний капітал. *Енциклопедія Сучасної України: енциклопедія [електронна версія]* / за ред.: І. М. Дзюба, А. І. Жуковський, М. Г. Железняк та ін.; НАН України, НТШ. Київ: Інститут енциклопедичних досліджень НАН України, 2001. Т. 1. URL: <https://esu.com.ua/article-43573> (дата перегляду: 02.11.2022).
9. Базилевич В.Д. Цінні папери: підручник / В.Д. Базилевич та ін.; за ред. В.Д. Базилевича. К.: Знання, 2011. С.47.
10. Економічна теорія: Політекономія: Підручник / За ред. В.Д. Базилевича. – 6-те видання, перероб. і доп. К.: Знання-Прес, 2007. 719 с.

11. Про акціонерні товариства: Закон України від 27 липня 2022 № 2465-IX / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2465-20#Text> (дата звернення 05.11.2022).

12. Швець Ф.Д. Корпоративне управління. Навчальний посібник. Рівне: НУВГП, 2017. 320 с.

13. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23 лютого 2006 № 3480-IV / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/print1491296480899025#Text> (дата звернення 05.11.2022).

14. Корпоративне управління в системі економічної безпеки: навч. посібник / З.Б. Живко та ін.; за заг. ред. З.Б. Живко. Львів: ЛьвДУВС, 2018. 456 с.

15. Економіка невизначеності: зміст, оцінювання, регулювання: колективна монографія. Київ: ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», 2021. 287 с.

16. Кваша О.В. Акціонерний капітал як економічна категорія. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2019. № 25, частина 1. С. 103 – 107.

17. Круш П.В., Мастюк Д.О. Еволюція теоретичних підходів визначення сутності капіталу підприємства. *Економічний вісник НТУУ «КПІ»*. 2015. Вип. 12. С. 198–206.

18. Сахарук Б.С. Дослідження підходів до визначення економічної сутності поняття акціонерного капіталу підприємства. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2018. Вип. 18, №3. С. 50 – 54.

19. Сахарук Б.С. Удосконалення підходу до формування механізму забезпечення ефективності структурування акціонерного капіталу підприємства. *Причорноморські економічні студії*. 2018. Вип. 27(2). С. 22-26.

20. Душак М. І. Теоретичне підґрунтя формування фінансової архітектури підприємства. *Економіка та держава*. 2019. № 8. С. 62 – 66.

21. Заліско О.І. Ретроспективний аналіз наукових концепцій структури капіталу ТНК. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2015. Випуск 124 (частина I). С. 141 – 155.
22. Домбровська С.О. Стратегічні орієнтири управління структурою капіталу підприємства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2018 р. № 4 (103). С. 113 – 119.
23. Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: монографія. Харків: ХНАМГ, 2006. 380 с.
24. Фролов С.М., Диха М.В., Дзюба В.В. Методи оптимізації структури капіталу корпорації. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2021, № 5, Том 1. С. 258 – 263.
25. Фролов, С.М., Виговська Н.Г., Дзюба В.В. Фінансова політика щодо формування оптимальної структури капіталу корпорацій. *Економіка, управління та адміністрування*. 2021. №2(96). С. 85–90.
26. Корж Р.В. Розвиток теорії структури капіталу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2012. № 13. С. 22-25.
27. Hashemi Tilehnoei, Mostafa & Shivaraj B.A. Brief Review of Capital Structure Theories. *Research Journal of Recent Sciences*. 2014. №3. 113-118. URL: https://www.researchgate.net/publication/274138497_A_Brief_Review_of_Capital_Structure_Theories (дата звернення 05.11.2022).
28. Abeywardhana D.K.Y. Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*. 2017. Vol. 6. No. 1. P. 133 – 138. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2886251 (дата звернення 05.11.2022).
29. Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure. *The Journal Of Finance*. 2002. No. 1. P. 1 – 32. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1540-6261.00414> (дата звернення 05.11.2022).
30. Korzh N. The evolution of capital structure theories and their classification. *Соціально-економічні проблеми і держава*. 2015. Вип. 1 (12). С. 182-189. URL:

<http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2015/15knvatc.pdf>. (дата звернення 02.11.2022).

31. Корж Н.В. Корпоративний капітал: монографія. Вінниця: ПП «ГД Едельвейс і К», 2019. 314 с.

32. Modugu K.P. Capital Structure Decision: An Overview. *Journal of Finance and Bank Management*. 2013. №1(1). P. 14-27.

33. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс. 2-е изд., перераб. и доп. К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. 656 с.

34. Немчук П. Особливості організації корпоративного управління: інсайдерська та аутсайдерська моделі. *Socially competent management of corporations in a behavioral economy: Collection of scientific papers / resp. ed. Ondrej Mikulaš et al. European institute of further education, Podhájska, 2021. P. 82 – 84.*

35. Кудря Я.В. Розвиток корпорацій: засади, тенденції, інструментарій: монографія / за наук. ред. д.е.н., проф. С.О. Іщук. Львів, 2015. 188 с.

36. Швиданенко Г. О., Шевчук Н. В. Управління капіталом підприємства: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2006. — 440 с., С. 34-35,

37. Домбровська С.О., Лапіна І.С. Структура капіталу підприємства: сучасні проблеми та парадигма розвитку: монографія. Харків: «Діса Плюс», 2020. 256 с.

38. Журавльова І.В., Латишева І.Л. Теоретико-методологічні основи управління формуванням структури капіталу підприємства з урахуванням інтелектуальної складової: монографія / за заг. ред І. В. Журавльової. Харків: ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2013. 406 с.

39. Казан П.І., Суворова І.В. Сучасні теорії оптимізації структури капіталу. *Підприємництво і торгівля*. 2019. №25. С. 106 – 111.

40. Магдалюк О.В. Сучасні методичні підходи до оцінювання капіталу підприємства. *Економіка та підприємництво : зб. наук. пр. / за ред. І.М. Репіна та ін.* Київ: КНЕУ, 2019. № 42. – С. 85–97.

41. Лазебник Л.Л., Стефанюк В.М. Забезпечення прибутковості підприємства в умовах посилення конкуренції на прикладі компанії АТ «Кернел».

Економічний вісник Національного гірничого університету. 2020. № 2. С. 182-192. - URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/evngu_2020_2_22 (дата звернення).

42. Тимофеєнко Л.П. Вартість капіталу та принципи його оцінки. *Вісник Львівської комерційної академії*. Львів: Видавництво Львівської комерційної академії, 2011. Вип. 38. С. 123 - 127.

43. Мельник К.В. Зарубіжний досвід управління фінансами корпорацій та оцінка доцільності його використання в Україні. *Економіка та суспільство*. 2021. №30. С. 192 – 196.

44. Сільське господарство показало найвищий приріст виробництва в 2021 році. *Аграрний медіа холдинг, інформаційне агентство Landlord*: веб-сайт. URL: <https://landlord.ua/news/silске-hospodarstvo-pokazalo-naivshchyi-pryrist-vyrobnytstva-v-2021-rotsi/> (дата звернення 05.11.2022).

45. Лиса А. Україна зможе зберегти лідерство на світовому ринку олійних культур. *Аграрний медіа холдинг, інформаційне агентство Landlord*: веб-сайт. URL: <https://landlord.ua/news/ukraina-zmozhe-zberehty-liderstvo-na-svitovomu-rynku-oliinykh-kultur/> (дата звернення 05.11.2022).

46. Замула О.В. Формування системи управління сталим розвитком промислової корпорації. *Економічний аналіз: зб. наук. пр. / за ред. Г. Л. Монастирський*. Тернопіль, 2020. Т. 30. № 1. С. 90-96.

47. Kernel Holding S. A. Annual Report and Consolidated Financial Statements for the year ended 30 June 2019. URL: https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2021/10/FY2021_Kernel_Annual_Report.pdf (дата звернення 25.11.2022).

48. Kernel Holding S. A. Annual Report and Consolidated Financial Statements for the year ended 30 June 2020. URL: https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2021/10/FY2021_Kernel_Annual_Report.pdf (дата звернення 25.11.2022).

49. Kernel Holding S. A. Annual Report and Consolidated Financial Statements for the year ended 30 June 2021. URL: https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2021/10/FY2021_Kernel_Annual_Report.pdf

[content/uploads/2021/10/FY2021_Kernel_Annual_Report.pdf](#) (дата звернення 25.11.2022).

50. Kernel Holding S. A. Політика сталого розвитку і корпоративної соціальної відповідальності. Київ, 2019. 9 с. URL: <https://www.kernel.ua/ua/sustainable-development/> (дата звернення 25.11.2022).

51. Kernel Holding S. A. Code of Conduct. URL: https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2018/03/Code-of-Conduct_eng.pdf (дата звернення 25.11.2022).

52. ТОВ «Кернел-Трейд» Звіт про управління за 2021 р. URL: https://docs.google.com/viewerng/viewer?url=http://prat.in.ua//files/builders/81958/documents/461282/doc_92156.pdf (дата звернення 25.11.2022).

53. ТОВ «Кернел-Трейд» Звіт про управління за 2019 - 2020 рр. URL: http://kerneltrade.prat.in.ua/files/builders/81958/documents/461282/doc_84368.pdf (дата звернення 25.11.2022).

54. При раді директорів kernel створений комітет зі сталого розвитку АТ «Кернел»: веб-сайт. URL: <https://www.kernel.ua/ua/media-center/news/#pri-radi-direktoriv-kernel-stvorenij-komitet-zi-stalogo-rozvitku> (дата звернення 15.11.2022).

55. Valuation Ratio of “Kernel”. Gurufocus: веб-сайт. URL: <https://www.gurufocus.com/term/wacc/LTS:0Q9Y/WACC-Percentage/Kernel-Holding> (дата звернення 25.11.2022).

56. ТОВ «Кернел-Трейд». Фінансова звітність за 2019-2021 рр. You Control: веб-сайт. URL: <https://youcontrol.com.ua/contractor/?id=5683082&tb=financial-scoring#express-universal-file> (дата звернення 25.11.2022).

57. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons, Inc., 2000. 492 p.

58. Kenton W. Goodwill to Assets Ratio. Investopedia: веб-сайт. URL: <https://www.investopedia.com/terms/g/goodwill-to-assets-ratio.asp> (дата звернення 25.11.2022).

59. Gross Profit to Assets. Stockopedia: веб-сайт. URL: <https://www.stockopedia.com/ratios/gross-profit-to-assets-ttm-5365/> (дата звернення 25.11.2022).

60. Дропа Я., Мрочко М., Козак Д. Діагностика фінансового стану аграрних підприємств України. *Вісник Львівського університету. Серія економічна*. 2019. Випуск 56. С. 154-164.

61. Дідух С.М., Мініна В.О., Федорова Т.С. Оцінка оптимальної структури капіталу агрохолдингів України (Kernel Holding S. A., МНР S. A.). *Економіка харчової промисловості*. 2017. Т. 9, Вип. 3. С. 36–44. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/echp_2017_9_3_6. (дата звернення 25.11.2022).

62. Аносова О.С. Методичне та інструментальне забезпечення оцінки якості корпоративного управління в акціонерному товаристві. *Вісник ОНУ імені І.І. Мечникова*. 2020. Т. 25. Вип. 6 (85). С. 80 -86.

63. Давиденко Н.М. Оцінювання ефективності корпоративного управління акціонерними товариствами. *Вісник Львівської комерційної академії*. 2011. Вип. 35. С. 108 – 111.

64. Давиденко Н.М., Ходосов В.О. Вплив корпоративного управління на фінансову спроможність підприємства. *Причорноморські економічні студії*. 2019. Вип. 42. С. 192 – 197.

65. Мігус І.П. Інструментарій оцінювання корпоративного управління в акціонерних товариствах за умов економічної невизначеності. *Економіка невизначеності: зміст, оцінювання, регулювання: колективна монографія*. Київ, 2021. С. 122 – 141.

66. Варічева Р.В. Аналіз оптимальності структури власного капіталу акціонер-них товариств: проблеми та перспективи. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2012. Вип. 4(47). С. 155–167 URL: file:///C:/Users/User/Downloads/Vsed_2012_4_26.pdf

67. Туль С.І. Сучасні методики інтегральної оцінки діджиталізації світової економіки та ринку праці. *Причорноморські економічні студії*. 2019. №42. С. 12 – 18.

68. Цифровізація економіки як фактор економічного зростання: колективна монографія / За заг. ред. О. Л. Гальцової. Херсон: Видавничий дім «Гельветика», 2021. С. 186 – 200.

69. Як збільшити ефективність агробізнесу за допомогою digital-системи. Досвід Kernel. SmartFarming: веб-сайт. <https://www.smartfarming.ua/yak-zbilshyty-efektyvnist-ahrobiznesu-za-dopomohoyu-digital-systemy-dosvid-kernel/> (дата звернення 25.11.2022).

70. Mintzberg H., Ahlstrand B., Lampel J. Strategy Safari: A Guided Tour Through the Wilds of Strategic Management. 2001. 416 p.

71. Бугров О.В., Бугрова О.О., Лук'янчук І.О. Синергетична модель розвитку у контексті фінансових аспектів корпоративного управління. *Економіка та держава*. 2021. № 5. С. 108–118.

72. Виклики та тренди в HR 2020: огляд кейсів номінантів Премії HR-бренд. ЕВА: веб-сайт. URL: <https://eba.com.ua/vyklyky-ta-trendy-v-hr-2020-oglyad-kejsiv-nominativ-premiyi-hr-brend/> (дата звернення 25.11.2022).

73. Andersson L., Van der Heyden L. Directing Digitalisation: Guidelines for Boards and Executives. 2017. URL: <http://www.thisfluidworld.com/wp-content/uploads/2017/02/Corporate-governance-February-2017.pdf> (дата звернення 25.11.2022).

ДОДАТКИ

« »

KERNEL HOLDING S.A.

Société anonyme

R.C.S. Luxembourg: B 109173

Registered office: 19, rue de Bitbourg, L-1273 Luxembourg

CORPORATE GOVERNANCE CHARTER

as adopted by the Board of Directors on

22 May 2018

and as amended by the Board of Directors on

25 June 2019

Table of Contents

1. Preamble	4
2. Main Characteristics of Kernel	4
3. General meetings of shareholders	5
3.1. Types of meetings	5
3.2. Convening notice and agenda	5
3.3. Attendance and voting at shareholders meetings	7
4. The Board of the Company	9
4.1. Roles and responsibilities of the Board of Directors	9
4.2. Composition of the Board	11
4.2.1. Composition	11
4.2.2. Nomination and appointment	12
4.3. Directors' independence criteria	12
4.4. Chairman of the Board of Directors	13
4.5. Board meetings	13
4.6. Meeting of the non-executive Directors	14
4.7. Delegation of powers	14
4.7.1. Daily management	14
4.7.2. Specific delegations	14
4.8. Conflicts of interest	14
4.9. Evaluation of the Board	16
4.10. Board remuneration policy	16
4.11. Board reporting	16
4.12. Corporate secretary	16
5. Board Committees	17
5.1. The Audit Committee of the Board	17
5.1.1. Composition	17
5.1.2. Conduct of meetings	17
5.1.3. Access to information	18
5.1.4. Responsibilities and duties of the Audit Committee	19
5.2. The Nomination and Remuneration Committee of the Board	21
5.2.1. Composition	21
5.2.2. Conduct of meetings	21
5.2.3. Access to information	22
5.2.4. Responsibilities of the Nomination and Remuneration Committee	22
6. Executive Management team of the Company and its operating subsidiaries	23
6.1. Chief Executive Officer	23
6.2. Executive Management Team	23

6.3.	Powers and Duties of the Executive Management Team	23
6.4.	Executive Management Team compensation principles	24
7.	Financial reporting, external and internal audit and risk management	25
7.1.	Financial reporting	25
7.2.	External audit	25
7.3.	Risk management	25
7.4.	Internal audit.....	26
8.	Share dealings.....	27
9.	Disclosure Policy And Investor Communications.....	27
10.	Corporate Social Responsibility and sustainable development	28

1. PREAMBLE

The present Corporate Governance Charter (the “**CG Charter**”) aims at specifying, highlighting and developing the core system of the corporate governance of Kernel Holding S.A. (the “**Company**” or “**Kernel**”) based on the Company’s articles of association (the “**Articles of Association**”) and in compliance with the provisions of the code of corporate governance “Best Practices of WSE Listed Companies 2016” that applies to the Company as a result of its shares being listed and admitted to trading on the regulated market of the Warsaw Stock Exchange. Additionally, being organized under the Law of Grand Duchy of Luxembourg, the Company decided to voluntarily comply with most of the provisions of the X Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange. A valid version of the CG Charter shall remain available on the Company’s website (www.kernel.ua).

The Company contemplates to become the leader of global agriculture and to make the Black Sea region a key supplier of agricultural products to the world. In pursuing these objectives, the Company continually seeks to uphold the highest standard of corporate governance to safeguard the interests of all its stakeholders.

The present CG Charter has been adopted by the board of directors of the Company (the “**Board of Directors**” or the “**Board**”) on 22 May 2018 and further amended on 25 June 2019 as a complement to the Company’s legal and regulatory obligations, its Articles of Association and its internal regulations. The Board has set a period of 1 year to make its activities fully compliant with the CG Charter. The Board of Directors undertakes to review the present CG Charter as often as necessary to ensure that the CG Charter accurately reflects the Company’s corporate governance framework and remains consistent with the Board of Directors’ objectives and responsibilities.

For the avoidance of doubt, in case of any discrepancy and/or inconsistency between the Articles of Association and the present CG Charter, the former shall prevail.

The Company’s annual report will include a statement explaining how it has applied its corporate governance principles during the applicable accounting period. The report should also indicate reasons why certain corporate governance principles have not been applied or have been applied accordingly, particularly due to Company being organized under the Laws of Luxembourg and because of its single board structure as opposed to the two-tier system assumed by “Best Practices of WSE Listed Companies 2016”. Additional factual information with regard to Kernel’s corporate governance is provided in Company’s annual report (the “**Annual Report**”).

All matters not expressly governed by the present CG Charter and/or the Articles of Association are to be construed in accordance with the Luxembourg law of 10 August 1915 on commercial companies, as amended (the “**1915 Law**”) and with the Luxembourg law of 24 May 2011 implementing the Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies (the “**2011 Law**”, together with the 1915 Law collectively referred to as, the “**Luxembourg Laws**”).

The provisions of the present CG Charter entered into force on 22 May 2018 and they shall not be applied retroactively. All corporate governance related matters prior to the adoption of this CG Charter are regulated by the Articles of Association.

2. MAIN CHARACTERISTICS OF KERNEL

Kernel is a public company (*société anonyme*) organised and existing under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg, registered with the Luxembourg Trade and Companies’ Register (*Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg*) under number B 109173, and having its registered office at 19, rue de Bitbourg, L-1273 Luxembourg.

The Company is managed by the Board of Directors and the daily management of the Company's operating subsidiaries lies with the Executive Management Team (as defined and further described in section 6 of the present CG Charter).

The Company has a single class of shares. Shares may be issued in bearer or registered form. All shares carry voting rights on a one vote per share basis.

Details of individuals holding five per cent (5%) or more of the capital of the Company, to the extent that such details are known by the Company, are published in the annual report and on the Company's website.

The shares of the Company are listed on the main market of the Warsaw Stock Exchange which is a regulated market within the meaning of Directive 2014/65/EC of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments, as amended.

The shares are freely transferable, subject to the provision of applicable laws, the Articles of Association, and the present CG Charter. All rights and obligations attached to any share are passed to any transferee thereof.

3. GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

A general meeting of shareholders has the broadest powers to order, carry out or ratify all acts relating to the operations of the Company. Resolutions passed by such meetings are binding for the Company.

The Board encourage the engagement of shareholders in matters of the Company, in particular through active participation in the general meeting of shareholders. The general meeting proceeds by respecting the rights of shareholders and ensuring that passed resolutions do not infringe on reasonable interests of different groups of shareholders.

Shareholders who participate in a general meeting should exercise their rights in accordance with the rules of good conduct.

Members of the Board participate in a general meeting as necessary to answer questions asked at the general meeting. The Board presents to participants of an annual (ordinary) general meeting the financial results of the Company and other relevant information contained in the financial statements to be approved by the general meeting, by publishing it on the Company website. If a shareholder requests information about the Company, the Board shall provide an answer to the shareholder's request within 30 days or inform the shareholder of its refusal to provide such information where the Board has made such decision.

3.1. Types of meetings

The annual (ordinary) general meeting of shareholders (the "**Annual General Meeting**") is held in Luxembourg on 10 December at 3 p.m., or the next following business day should such date be a legal holiday, at the place specified in the convening notice.

All members of the Board of Directors shall be invited to attend the Annual General Meeting.

Extraordinary meetings of shareholders may be called by the Board of Directors at any time. Upon request of shareholders representing at least ten per cent (10%) of the subscribed share capital, an extraordinary meeting of shareholders shall be called by the Board of Directors in accordance with Luxembourg Laws.

3.2. Convening notice and agenda

The convening notice must contain at least the following details:

- (i) Precise indication of the proposed agenda of the meeting, the place, date and time of the meeting;
- (ii) A clear and precise description of the procedures that shareholders must comply with to be able to participate and cast their votes in the general meeting. Such description must include:
 - a) the rights of shareholders to include points to the agenda and table draft resolutions and where applicable, the deadline by which those rights may be exercised and the electronic address to which shareholders should send their requests,
 - b) the procedure for voting by proxy, including the forms to be used and the means by which the Company is prepared to accept electronic notifications of the appointment of proxyholders, and
 - c) whether shareholders are entitled to (1) participate in meetings from a remote location by electronic means or (2) vote through voting forms;
- (iii) a statement of the record date, as defined in article 5 of the 2011 Law, and the manner in which shareholders have to register, and a statement that only those who are shareholders on that date shall have the right to participate and vote in the meeting;
- (iv) the postal and electronic addresses where, and how, it is possible to obtain the full text of the documents and draft resolutions;
- (v) the address of the website where for a continuous period starting on the day of publication of the convening notice (and including the day of the meeting) the following information (at a minimum) has to be made available by the Company:
 - a) the convening notice;
 - b) the total number of shares and voting rights at the date of the convening notice;
 - c) the documents to be submitted to the general meeting of shareholders;
 - d) the draft resolutions, or where no resolution has been proposed for adoption, a comment from the Board of Directors for each item of the proposed agenda and any draft resolution(s) submitted by shareholder(s) (in accordance with the above) shall be added to the Company's website as soon as possible after the Company has received them; and
 - e) the forms for voting by proxy or by correspondence, unless these have been sent directly to each shareholder.

The convening notice for any general meeting of shareholders shall be (i) sent to the shareholders, the Directors and the external independent auditor (ii) filed with the Polish Financial Supervision Authority, (iii) filed with the Luxembourg Trade and Companies' Register (*Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg*), and (vi) published (A) in the Luxembourg *Recueil électronique des sociétés et associations* (Memorial C), (B) in a Luxembourg newspaper, and (C) on the Company's website at least thirty (30) days prior to the meeting. A notice period of at least seventeen (17) days applies in case of a second or subsequent convocation of a general meeting convened for lack of quorum required for the meeting convened by the first convocation, provided that no new item has been put on the agenda.

If the Board becomes aware a general meeting being convened by members of the Board, the Executive Management Team, upon request of shareholders representing at least ten per cent (10%) of the subscribed share capital or any other entitled entities, the Board shall immediately take steps which it is required to take in order to organise and conduct the general meeting.

One or more shareholders holding together at least five per cent (5%) of the Company's issued share capital, may:

- (i) request that one or more items be added to the agenda of any general meeting of shareholders; or
- (ii) table draft resolutions for items included or to be included on the agenda of the general meeting of shareholders.

Such request must be sent to the Company's registered office in writing by registered letter or electronic means to ir@kernel.ua and must be received by the Company at least twenty-two (22) days prior to the date of the general meeting. The request shall include the postal or electronic address of the sender and in each case, it shall be accompanied by a justification or a draft resolution to be adopted by the general meeting of shareholders. The Company will confirm the receipt of the request within forty-eight hours of

such receipt. Where the request entails a modification of the agenda, the Company will make available a revised agenda at least fifteen (15) days prior to the date of the relevant general meeting in accordance with the formalities set out in paragraph 2 of this section 3.2 above.

If all shareholders are present or represented at a general meeting of shareholders and state that they have been informed of the agenda of the meeting, the general meeting of shareholders may be held without prior notice.

The Company ensures that potential cancellation of a general meeting, change of its date or break in its proceedings do not prevent or limit the exercising of the shareholders' rights to participate in the general meeting. A break in the proceedings of the general meeting may only take place in special cases, defined at each time in the justification of the resolution announcing the break, drafted on the basis of reasons provided by the shareholder requesting the break. A resolution of the general meeting announcing a break should clearly set the date and time when the proceedings recommence, and such date and time must not be a barrier for most shareholders, including minority shareholders, to participate in the continuation of the proceedings.

3.3. Attendance and voting at shareholders meetings

The record date (the "**Record Date**") for the participation in general meetings of shareholders is set at 24:00 o'clock (Luxembourg time) on the fourteenth (14th) day preceding the date of the relevant general meeting. Any shareholder who holds one or more share(s) of the Company at the Record Date shall be authorised to attend and to vote at the relevant general meeting of shareholders.

Any shareholder who wishes to attend the general meeting must inform the Company thereof at the latest on the Record Date, in a manner to be determined by the Board of Directors in the convening notice. In case of shares held through an operator of a securities settlement system or with a professional depository or sub-depository designated by such depository, a holder of shares wishing to attend a general meeting of shareholders should receive from such operator or sub-depository a certificate certifying the number of shares recorded in such shareholder's securities account on the Record Date. The certificate should be submitted to the Company at its registered address no later than three (3) business days prior to the date of general meeting to the extent applicable. If the shareholder votes through proxies, the proxy has to be sent by registered mail to the Company's registered office or by electronic means to the address indicated in the convening notice within the aforementioned notice period. The Board may set a shorter period for the submission of the certificate or the proxy.

Any shareholder who cannot physically attend the meeting may act in the general meeting:

- (i) by appointing another person, which needs not be a shareholder, as his/her/its proxy in writing either (y) via a proxy form made available by the Company on its website (www.kernel.ua) together with the convening notice, the voting form and any other relevant documents in relation to the pertaining general meeting of shareholders, or (z) by a signed document transmitted by mail, facsimile, electronic mail or by any other means of communication prior to the general meeting, a copy of such appointment being sufficient proof thereof.

One person may represent several or even all shareholders.

The instrument appointing a proxy shall be in writing under the hand of (y) the appointor or (z) of his attorney duly authorised in writing or, if the appointor is a company, under its common seal or under the hand of a duly authorised officer or attorney.

Where shares are registered in the name of or held by a European central securities depository or an affiliated institution, a shareholder may submit a written declaration via its participant of affiliated institution which shall constitute an instruction appointing a proxy from the relevant

registered shareholder confirming that the number of shares mentioned in each written declaration form part of a collective deposit and that the person mentioned in the declaration is a participant for the mentioned number of shares in the collective deposit and shall be entitled to exercise all rights attached to those shares and voting rights as a proxy in respect of such shares at the relevant general meeting of shareholders of the Company provided further that such participant shall be entitled to delegate his proxy to a third party by delivering such form of proxy executed in writing in accordance with the Articles of Association.

- (ii) by sending a completed and signed voting form by mail, facsimile, electronic mail, or by any other means of communication to the Company's registered office or to the address specified in the convening notice. Voting forms shall be made available by the Company on its website (www.kernel.ua) together with the convening notice, the proxy forms and any other relevant document in relation to the pertaining general meeting.

Such voting forms shall contain at least the following:

- the name and address or registered office, as applicable, of the shareholder;
- the number of votes the shareholder wishes to exercise and the direction of voting as well as any abstentions;
- the form of the shares held by the shareholder;
- the place, date and time of the meeting, the agenda of the meeting, the proposals submitted to the resolution of the meeting as well as, for each proposal, three boxes allowing the shareholder to vote in favour of or against the proposed resolution or to abstain from voting thereon by marking the appropriate box with a cross or an electronic cross;
- the ultimate date for the sending the completed voting forms to the Company; and
- the signature of the shareholder.

The Company will only take into account voting forms received prior to the general meeting of shareholders which they relate to.

- (iii) via electronic voting where such means of voting is made available by a European central securities depository or an affiliate institution or the operator of a securities settlement system or a professional depository or sub-depository designated by such depository. The aforementioned entities may issue a summary of the votes for the given general meeting of shareholders via their system, including a proxy to the chairman of the meeting, in the form of a spread sheet or otherwise, as the Board may see fit, setting out the votes in favour of or against the proposed resolutions or to abstain from voting.

- (iv) by conference-call, video conference or by any other means of communication which allow such shareholder's identification, and which allow that all the persons taking part in the meeting hear one another on a continuous basis and may effectively participate in the meeting, provided that the Board has put in place such facilities for a given meeting. Any shareholder who participates in such a way is deemed to be present for the computation of quorum and majority.

The Board may determine all other conditions which must be fulfilled by shareholders in order to attend a meeting of shareholders and to vote. Such conditions must be mentioned in the convening notice for the relevant general meeting of shareholders.

The Company shall endeavour that draft resolutions of the general meeting contain a justification, if it helps shareholders to pass a resolution with adequate understanding. If a matter is put on the agenda of the general meeting at the request of a shareholder or shareholders, the Board or the chairman of the general meeting shall request presentation of the justification of the proposed resolution. In important matters and matters which may give rise to any doubt of shareholders, the Company shall provide a justification, unless it otherwise provides the shareholders with information necessary to pass a resolution with adequate understanding.

The general meeting of shareholders shall designate its own chairman who shall preside over the meeting. The chairman shall designate a secretary who shall keep minutes of the general meeting of shareholders.

Each share is entitled to one vote at all general meetings of shareholders.

Unless otherwise provided by the Luxembourg Laws, the resolutions of the general meeting are passed by a simple majority vote of the shareholders present or represented.

Presence of representatives of the media is allowed at general meetings of shareholders.

A resolution of the general meeting concerning an issue of shares with subscription rights shall specify the issue price or the mechanism of setting the price or authorise the competent governing body to set the price prior to the subscription right record date within the timeframe necessary for investors to make decisions.

A resolution of the general meeting concerning a conditional dividend payment may only contain such conditions whose potential fulfilment takes place before the dividend record date.

A resolution of the general meeting to split the nominal value of shares shall not set the new nominal value of the shares below equivalent of PLN 0.50.

4. THE BOARD OF THE COMPANY

4.1. Roles and responsibilities of the Board of Directors

Pursuant to the applicable law and the Articles of Association, the Company is managed by the Board of Directors, which is the ultimate decision-making body, except for the powers reserved for the general meeting of shareholders by the 1915 Law, the Articles of Association and the present CG Charter.

The Board is vested with the broadest powers to perform all acts of administration and disposition in compliance with the Company's corporate purpose. The Board resolves to take its decisions objectively, in the best corporate interest of the Company. The Board is accountable to the shareholders for the proper conduct of the business, the long-term success of the Company, the effectiveness of the reporting system and the corporate governance framework.

The Board also attributes specific duties and tasks to various committees and/or working groups ("**Committees**") as further described under section 5 of the present CG Charter.

The internal division of responsibilities for individual areas of the company's activity among Board members shall be clear and transparent, and a chart describing that division shall be made available on the Company's website.

In furtherance of its responsibilities, the Board shall, *inter alia*:

- **Strategy and policies**
 - (i) approve and review the overall Company's strategy and corporate objectives;
 - (ii) approve strategic investments, divestments, capital allocation and funding decisions, and other corporate actions having a significant importance for the Company's strategy execution;
 - (iii) approve and review the risk policy;
 - (iv) approve and review the remuneration policy;

Proposals on these matters are submitted to the Board by the Executive Management Team.

- ***Governance of the Company***

- (i) oversee of the Company's corporate governance practices;
- (ii) propose the nomination of directors to a general meeting of shareholders, including independent directors;
- (iii) convene a general meeting of shareholders and set the agenda for such general meeting;
- (iv) review and opine on matters to be resolved by the general meeting of shareholders;
- (v) prepare once a year and present to the Annual General Meeting an annual report on the corporate situation;
- (vi) prepare once a year and present to the Annual General Meeting an annual report on the evaluation of its operation after the examination of its composition, its organisation and its effectiveness as a collective body;
- (vii) appoint and dismiss the members of the Committees and review the effectiveness of the Committees;
- (viii) appoint and dismiss the Chief Executive Officer and the Executive Management Team;
- (ix) recommend to a general meeting of shareholders the allocation of profits on an annual and interim basis. The dividend record date and the dividend payment date shall be set so as to ensure that the period between them is not longer than 15 business days, whereas a longer period between these dates requires a justification. The Board may pay interim dividends in compliance with the legal requirements;

- ***Management supervision***

- (i) review the performance of the Executive Management Team in relation to the Company's operating subsidiaries;
- (ii) review the strategy of the Executive Management Team in relation to the Company's operating subsidiaries:
 - a. review and approve the financial plans and annual budgets;
 - b. approve every investment, divestment, acquisition, disposal and funding transaction exceeding in value 5% of average 12 months trailing daily market capitalization of the Company;
 - c. review the key operating initiatives;
 - d. review the risk reports;
- (iii) approve any material agreement between the Company and its related party(ies), exceeding in value 1% of the average 12 months trailing daily market capitalization of the Company. Notwithstanding any contrary provision, any material agreement between the Company and its related party(ies) must be approved in advance by the Board, with at least one independent director voting in favour of such resolution. Typical transactions made in the ordinary course of business on arm-length basis with entities in which the Company is a majority shareholder or with other parties do not need to be approved by the Board;
- (iv) review and approve the Company's results (annual, semi-annual, and quarterly reports and operations updates) prior to the publication. Prior to release of financial statements of the Company, the Board shall be convened to review the results, including issues relating to the general policy and strategy of the Company;
- (v) review of the supervision of internal controls and the audit function;
- (vi) supervise the integrity of the accounting and financial reporting system; and
- (vii) review of the Company's standing (prepared by non-executive Directors) including an assessment of the internal control, risk management and compliance systems and the internal audit function.

The Board actively seeks to have an “engaged culture” which is characterised by candour and a willingness to challenge.

All Directors are equally accountable for the proper stewardship of the Company's affairs. The non-executive Directors have a responsibility for ensuring that the business strategies proposed are fully discussed and critically reviewed.

Every Director shall undertake to dedicate the time and attention required to his duties, and to limit the number of his other professional commitments (especially offices held at other companies) to the extent required for him to be able to fulfil his duties properly. The number of offices held shall depend on the nature, size, and complexity of the company's business. The company shall publish information on the Directors' appointments within other companies in its annual report and on its website every year. The Director shall keep the Secretary of the Board informed of any subsequent change in his commitments.

The Board and its committees may seek advice on the matters relating to the discharge of their duties directly from independent professional (accounting, financial, legal and other) advisors at the Company's expense, to the extent they deem necessary or appropriate.

Without prejudice to the delegation of the power of representation of the Company within the daily management to the Executive Management Team or within other defined missions to specific persons or Committees, the Company shall be bound as far as third parties are concerned by the joint signature of any two (2) Directors, as provided by the Articles of Association.

In addition to its responsibilities laid down in the legislation, non-executive Directors shall prepare and present to the general meeting once per year the following:

- (i) a report on the activity of the non-executive Directors containing the following information:
 - a. full names of the non-executive Directors and committees of the Board
 - b. non-executive Directors' fulfilment of the independence criteria;
 - c. number of meetings of the non-executive Directors and committees of the Board in the reporting period; self-assessment of non-executive Directors.
- (ii) an assessment of the Company's compliance with the disclosure obligations concerning compliance with the corporate governance principles defined in the WSE Rules and the regulations on current and periodic reports published by issuers of securities;
- (iii) an assessment of the rationality of the Company's policy on sponsorship, charity or other similar activities or information about the absence of such policy.

4.2. Composition of the Board

4.2.1. Composition

The Board shall be composed of at least three (3) directors ("**Directors**") at all times, who need not to be the shareholders of the Company. At least two (2) Directors shall be Independent Directors, as defined in section 4.3 of the present CG Charter.

To ensure the highest standards in efficient fulfilment of their obligations, the Board shall be comprised of persons who represent high qualifications and experience.

Functions on the Board should be the main area of the professional activity of the executive directors. Additional professional activities of Board's executive directors must not require so much time and effort that they could adversely affect proper performance of functions in the Company. The executive Directors may sit on the management board or supervisory board of companies other than members of Company's group only subject to the approval of the non-executive Directors.

The non-executive Directors shall be experienced and influential individuals from a range of different industries and countries. Their mix of skills and business experience shall be a major contribution to the proper functioning of the Board and its Committees. The non-executive Directors must be able to devote the time necessary to perform their duties.

The Nomination and Remuneration Committee (the “**N&R Committee**”), as further described under section 5.2, regularly reviews the composition of the Board to ensure that it has an appropriate, diverse and balanced mix of competences, skills, experience, background, knowledge of the Company’s affairs, nationality, age and gender. The Board regularly assesses the adequacy of the size and the composition of the Board upon the initiative of the Chairman of the Board and upon recommendation of the N&R Committee.

4.2.2. Nomination and appointment

Directors are appointed by the shareholders at a general meeting of shareholders based on the nomination from the Board, which considers the recommendations of the N&R Committee. Such general meeting of shareholders shall also determine their number, their remuneration and their term of office. When assisting the Board in nominating the candidates, the N&R Committee:

- (i) considers the necessary skills, competences, knowledge and experience to meet the strategic vision of the Company;
- (ii) assesses the skills, knowledge and experience of the candidates;
- (iii) identifies the missing competences, knowledge and experience of the Board and ensures the selection of candidates who meet such criteria;
- (iv) evaluates how the Board’s performance might be enhanced, both at an individual level and at the level of the Board as a whole.

The term of office of a Director may not exceed six (6) years and the Directors shall hold office until their successors are elected. The Directors may be re-elected for consecutive terms of office. The Directors are elected by a simple majority vote of the shares present or represented. Any Director may be removed at any time with or without cause by the general meeting of shareholders.

In the event of a vacancy in the office of a Director because of death, legal incapacity, bankruptcy, resignation or otherwise, this vacancy may be filled out by a person appointed, on a temporary basis and for a period not exceeding the term of the office of the replaced Director, by the remaining Directors (the “**Co-optation**”). Such interim appointment shall be tabled to the next general meeting of shareholders to ratify the interim appointment and to resolve on the permanent appointment (if applicable) in compliance with Luxembourg Laws. The N&R Committee shall assist the Board of Directors in the Co-optation process.

The current composition of the Board is available on the Company’s website (www.kernel.ua).

4.3. Directors’ independence criteria

In accordance with the Annex II of the European Commission Recommendation no 2005/162/WE of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board in order for a Director to be considered as independent she/he needs to fulfil the following criteria (an “**Independent Director**”):

- (i) the Director is not an executive Director of the Company or of an associated company and has not held such a position over the past (5) five years;
- (ii) the Director is not an employee of the Company or of an associated company and has not held such a position during the past (3) three years;
- (iii) the Director does not receive, and has not received a significant additional remuneration from the Company or an associated company apart from a fee received for his position as Independent Director;

- (iv) the Director is not and does not represent in any way a strategic shareholder holding a ten per cent (10%) or greater stake in the Company;
- (v) the Director does not have, and has not had within the last financial year a significant business relationship with the Company or an associated company, either directly or as a partner, shareholder, director or senior employee of a body having such a relationship;
- (vi) the Director is not, and has not been during the last (3) three years a partner or an employee of the current or former external auditor of the Company or of an associated company;
- (vii) the Director is not an executive or managing director in another company in which an executive Director (or daily manager) of the Company is an Independent Director, and does not have other significant links with one or more executive Director(s) of the Company due to positions held in other companies or bodies;
- (viii) the Director has not been an Independent Director for more than twelve (12) years; and
- (ix) the Director is not a close family member or relative up to the second degree of an executive Director of the Company or persons in the situations referred to in items (i) to (ix) above.

Irrespective of the above, a person who is an employee of the Company or its subsidiary or affiliate or has entered into a similar agreement with any of them cannot be deemed to meet the independence criteria. In addition, a relationship with a shareholder precluding the independence of a member of the supervisory board as understood in this principle is an actual and significant relationship with any shareholder who holds at least 5% of the total vote in the Company.

Each non-executive director shall annually provide the other members of the Board with a statement of meeting the independence criteria indicated above. The non-executive Directors shall identify any relationships or circumstances which may affect a non-executive Director's fulfilment of the independence criteria. An assessment of non-executive Directors fulfilment of the independence criteria shall be presented in non-executive Directors' report referred to in point 4.1. above.

4.4. Chairman of the Board of Directors

The Board elects from among its members a chairman (the “**Chairman**”). In his absence at a meeting of the Board, the eldest Director shall act as chairman *pro tempore* for the purpose of such meeting.

The Chairman is responsible for the proper and efficient functioning of the Board. The key roles of the Chairman of the Board are to:

- (i) set an appropriate agenda for meetings of the Board;
- (ii) ensure that the procedures relating to Board meetings, the preparation of meetings, deliberations, and for taking and implementing decisions, are correctly applied;
- (iii) encourage open discussions at meetings of the Board with constructive debates; and
- (iv) encourage all Directors to contribute to the discussions and the decision-making.

Towards third parties, the Chairman is the spokesperson of the Board. The Chairman acts as the interface between the Board and the Committees.

4.5. Board meetings

The Chairman shall determine the dates and the agenda for each meeting of the Board on a yearly basis, subject to possible amendments made to it during the year. The Board can also meet upon the call by the Chairman or, in his absence, by the eldest Director acting as chairman *pro tempore*, as often as the interest of the Company so requires. The Board shall meet if so requested by two (2) Directors of the Company.

The Board of Directors may deliberate or act validly only if more than half of Directors are present or represented at the Board meeting. Decisions shall be adopted by a majority vote of the Directors present or represented at such meeting. In the case of a tie in the voting of a specific point, the Chairman or, in his

absence, the eldest Director acting as chairman *pro tempore*, shall not have a casting vote and the proposed point is considered as rejected.

Any Director may participate in a meeting of the Board by videoconference or similar means of telecommunication allowing his identification. Such means shall comply with technical characteristics guaranteeing an effective participation to the Board whose deliberations are broadcasted continuously. Participating in a meeting by such means shall constitute presence in person at such meeting. The holding of the meeting with such communication means at a distance is reputed to be held at the registered office of the corporation.

Board resolutions can also be taken by circular resolutions but only if adopted unanimously. The signatures of the different Board members may be apposed on several exemplars of the circular resolutions, the entirety of the consents evidencing the adoption of the resolutions. The date of such resolutions shall be the date of the last signature.

4.6. Meeting of the non-executive Directors

The non-executive Directors shall meet without the executive Directors once a year in order to assess the performance of the executive Directors and of the members of the Executive Management Team.

The Company allows non-executive Directors to use professional and independent advisory services necessary to exercise effective supervision in the Company. In their selection of the advisory service provider, the non-executive Directors take into account the financial standing of the Company.

4.7. Delegation of powers

4.7.1. Daily management

The Board may generally or from time to time delegate the power to conduct the daily management of the Company as well as the representation of the Company in relation to such daily management (as provided for by Article 441-10 of the 1915 Law) to one or more Directors, managers or other agents including a number of senior executive officers employed by subsidiaries of the Company, who may act individually or jointly.

The delegation of the daily management to one or more of the above mentioned person(s) results in the Board having an obligation to report at the Annual General Meeting any fees and advantages granted to such delegated person(s). The Board shall determine the scope of the powers, the conditions for withdrawal and the remuneration attached to these delegations of authority, including the authority to sub-delegate.

4.7.2. Specific delegations

The Board may also confer special powers upon one or more attorneys or agents of its choice.

4.8. Conflicts of interest

Any Director having a direct or indirect conflict of interest must inform the Board thereof and shall refrain from deliberating or voting on the relevant item of the agenda, except for everyday transactions entered into under normal conditions, but will be counted in the quorum. A Director having a conflict of interest on any item on the agenda of the meeting of the Board must declare such conflict to the Chairman before the meeting starts. Any abstention due to a conflict of interest shall be indicated in the minutes of the meeting of the Board and disclosed the following general meeting of shareholders, before any other resolution to be voted. In addition, a special report shall be made on any transaction in which any of the Directors may have a personal financial interest conflicting with that of the Company.

Every Director shall consult the chairman of the Audit Committee or else the Chairman of the Board in the event of uncertainty as to the nature of an operation or transaction likely to create a conflict of interest for him.

In the event of a declared conflict of interest, the operation or transaction concerned shall be submitted by the Director concerned to the Audit Committee or the external independent auditor, once the Chairman of the Board has been informed, if possible prior to the execution of that operation or transaction. The opinion of the Audit Committee or external independent auditor shall be communicated to the Board.

The Board shall adopt adequate rules concerning the handling of conflicts of interest and establish a procedure for authorization of existing and new situations which may give rise to a conflict of interest in the person of any Director. The following non-exhaustive list is an example of the duties that shall be followed by the Directors:

- (i) duty not to accept any benefits from third parties, which may give rise to a personal financial interest and/or gain;
- (ii) duty to disclose any interest in a proposed transaction or arrangement with the Company and a separate and independent duty to disclose any arrangement with the Company; and
- (iii) duty to avoid conflicts of interest unless authorized.

The Directors shall have a clear guidance with such list as to which situations or circumstances should be disclosed to the Board in order to avoid any gross misconduct.

The mere fact that the Director serves as an officer or a member of any governing body of a shareholder or of an affiliated company of a shareholder shall not constitute a conflict of interest.

Members of the Board shall refrain from professional or other activities which might cause a conflict of interest or adversely affect their reputation as members of the governing bodies of the Company, and where a conflict of interest arises, immediately disclose it.

Members of the Board shall notify the Board of any conflict of interest which has arisen or may arise, and should refrain from voting on a resolution on the issue which may give rise to such a conflict of interest in their case. They are not allowed to accept any benefits which might affect their impartiality and objectivism in making decisions or reflect unfavourably on the assessment of the independence of their opinions or judgements.

Where a member of the Board concludes that a decision of the Board is in conflict with the interest of the Company, he or she may request that the minutes of the Boards' meeting show his or her position.

No shareholder shall have preference over other shareholders in transactions concluded by the Company with shareholders or their related parties. Before the Company concludes a significant agreement with a shareholder who holds at least 5% of the total vote in the Company or with a related party, the executive Directors shall request the non-executive Directors' approval of the transaction. Before giving their approval, they should evaluate the impact of the transaction on the interest of the Company. The foregoing does not apply to typical transactions and transactions at arm's-length made as part of the Company's operations between the Company and members of its group. If the decision concerning the Company's significant agreement with a related party is made by the general meeting, the Company shall give all shareholders access to information necessary to assess the impact of the transaction on the interest of the Company before the decision is made.

The Company shall define in its internal regulations the criteria and circumstances under which a conflict of interest may arise in the Company, as well as the rules of conduct where a conflict of interest has arisen or may arise. The Company's internal regulations shall among others provide for ways to prevent, identify and resolve conflicts of interest, as well as rules of excluding members of the Board from participation in reviewing matters subject to a conflict of interest which has arisen or may arise.

4.9. Evaluation of the Board

Every two years in the autumn, the Board shall undertake a formal evaluation of its own performance, operating efficiency, compliance with the rules of good government and relationship with the executive management and other stakeholders. The evaluation is conducted through an online questionnaire with each Director anonymously assessing the Board's effective fulfilment of its merit, composition, organizational structure and its effectiveness as a collective body, among other things. The distribution of questionnaires and the announcement of results is done on the meetings of the Board and is reflected in the agendas of such meetings.

The Directors shall strongly consider diversity within the composition of the Board as part of their evaluation of the Board's effectiveness.

4.10. Board remuneration policy

The non-executive Directors' remuneration consists of a fixed annual fee proportional to their responsibilities and time devoted to their function and does not contain any performance-based variable component (including particularly options of other derivatives), ensuring a certain degree of independence when it comes to fulfilling the Board's duties towards the Executive Management Team. Non-executive Directors are entitled to the reimbursement of the certain traveling, hotel and other expenses related to the exercise of their directorship duties.

The executive Directors' remuneration for their services as members of the Board consists of a fixed annual fee. Compensation of Directors for exercising their duties as members of the Executive Management Team, is described in section 7.

The remuneration of the Directors is disclosed in the annual reports in accordance with applicable laws and stock exchange regulations.

The members of the Board are not granted any pensions or retirement or similar benefits by the Company.

The applicable criteria for Director's remuneration and the total remuneration of the Board are approved at the Annual General Meeting.

4.11. Board reporting

The minutes of the Board meetings shall be circulated to the Directors and approved by the Board at the subsequent meeting. The minutes shall indicate the votes cast by the Directors.

4.12. Corporate secretary

The Chairman shall propose a corporate secretary (the "**Corporate Secretary**") for appointment by the Board, who shall assist and advise the Board, the Chairman, the daily managers and all Committees in exercising their duties. Among others, the Corporate Secretary shall provide the Directors with any information Directors consider necessary for the exercise of their duties, unless the provision of such information is prohibited by laws. Directors must consider such information as confidential and use it only for the purposes of fulfilling their duties.

The Corporate Secretary shall attend the meetings of the Board and participates in the preparation of the meetings of the Board and of the Committees. The Corporate Secretary shall draw up the minutes of each meeting, which shall (i) summarize the deliberations; (ii) note the decisions taken; (iii) indicate the votes cast by the Directors or the members of the Committees; (iv) record any reservations that might have been

expressed by certain Directors or members of the Committee; and (v) record any abstentions due to a conflict of interest.

The Corporate Secretary may duly certify extracts from the approved minutes of the Board meetings or of the meetings of any Committee of the Board, as required.

5. BOARD COMMITTEES

Pursuant to the Articles of Association, the Board shall create an Audit Committee and a Nomination and Remuneration Committee. It may create other committees, from time to time, as the need arises.

Annex I to the European Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board applies to the tasks and the operation of the committees of the Board.

5.1. The Audit Committee of the Board

The Board establishes an audit committee (the “**Audit Committee**”) from among its members to assist in the discharge of its responsibilities in the areas of financial reporting, internal control, risk management and compliance. The Audit Committee is a continuously operating collective body of the Board. The Audit Committee’s internal regulations shall be defined and approved by the Board.

The non-executive Directors monitor the efficiency of the systems and functions referred to above, among others on the basis of reports provided periodically by the persons responsible for these functions and the Company’s Board, and make an annual assessment of the efficiency of such systems and functions.

The Audit Committee shall be fully capable of overseeing the affairs of the Company in the areas of adequacy and effectiveness of the Kernel’s system of financial reporting, internal controls and risk management.

5.1.1. Composition

The Audit Committee shall consist of at least (3) three members, including a chairman. The Audit Committee shall consist exclusively of non-executive Directors, of which the majority shall be Independent Directors. At least one (1) of the Audit Committee members shall have competence in accounting and/or auditing. Members, as a whole, shall have competence relevant to the sector in which the Company is operating. The Company should provide an induction program for new audit committee members, and subsequent relevant training on an ongoing and timely basis.

The chairman shall be elected by the members of the Audit Committee amongst the Independent Directors that are members of the Audit Committee, and he cannot simultaneously hold the position of the Chairman of the Board.

In case of termination of the mandate of a Director, the mandate of such Director as member of the Audit Committee terminates automatically.

5.1.2. Conduct of meetings

The Audit Committee shall meet at least four (4) times a year. Each meeting is held in open sessions, and, if decided by the majority of the members of the Audit Committee, in closed sessions.

The Chief Executive Officer of the Company, the Chief Financial Officer of the Company, the head of internal audit of the Company and a person who is in charge for the compliance function shall participate as permanent guests at all open sessions of the Audit Committee. External auditors shall be invited to the

parts of the open sessions where matters related with external auditors are discussed. The Audit Committee may further invite any person whose collaboration it deems to be advantageous to assist it in its work and to attend open and/or closed sessions of its meetings.

The Audit Committee shall meet with the head of internal audit and the external independent auditor at least once a year without the presence of any executives.

The Chairman of the Audit Committee shall determine the dates and the agenda for each meeting of the Audit Committee on a yearly basis, subject to possible amendments made to it during the year. At its meetings, the Audit Committee shall consider at least the analysis of the annual and half-yearly results.

The Corporate Secretary shall provide the agenda and any supporting documents to all members of the Audit Committee sufficiently in advance of a meeting in order for them to prepare for the meeting. To the extent the documents or information are confidential, they may be communicated at the meeting only. The Corporate Secretary shall also draw up minutes of each meeting.

The meetings of the Audit Committee shall require the presence of at least half of its members to be valid. The members of the Audit Committee may participate in a meeting by conference call, video conference or by any other means of communication allowing identification and guaranteeing an effective participation, security and confidentiality. Any member of the Audit Committee who participates in such a way is deemed to be present for the computation of quorum and majority.

Any member may act at any meeting by appointing any other member as proxy in writing by mail or electronic mail. A member of the Audit Committee may not represent more than one other member at a meeting.

Resolutions of the Audit Committee are adopted:

- (i) with the approval of a majority of the members present or represented at a meeting. Each member has one vote and the chairman shall have a casting vote; or
- (ii) unanimously by circular resolutions. In that case, the signatures of the different Board members may be apposed on several exemplars of the circular resolutions, the entirety of the consents evidencing the adoption of the resolutions. The date of such resolutions shall be the date of the last signature.

Following each meeting of the Audit Committee, its chairman shall be required to make a report for the Board, which shall identify the issues in respect of which he considers that action or improvement is necessary and which shall make recommendations on the measures to be taken for the necessary adjustments in its internal regulations if required. The chairman of the Audit Committee shall ensure that minutes of each meeting are drawn up.

The Audit Committee shall evaluate its own effectiveness at the meeting preceding the annual general meeting of shareholders and shall make recommendations to the Board regarding the necessary adjustments to its internal regulations.

5.1.3. Access to information

The Audit Committee shall, within the limits of its rights and responsibilities and the exercise of its functions, be entitled to:

- (i) request and receive any document which it considers useful for the exercise of its missions from the Company, the Corporate Secretary being the key contact person for such requests;
- (ii) seek assistance of experts for the proper fulfilment of its duties at its discretion, especially with regard to financial, risk management, audit and accounting issues. Any cost or expenses incurred thereby shall be covered by the Company;
- (iii) receive timely information regarding any issue raised by the internal or external auditor;

- (iv) to receive information on the internal auditor's work programme and receive periodic summaries of his work; and
- (v) invite any person to attend its meetings whose collaboration it deems to be advantageous and to meet with any individual without the presence of any executives.

The members of the Audit Committee as well as any third party participating in a meeting shall have a confidentiality obligation vis-à-vis third parties with regards to any confidential matters relating to the Company which have been disclosed to them during a meeting or to which they had access.

5.1.4. Responsibilities and duties of the Audit Committee

The responsibilities and duties of the Audit Committee shall include:

A. Financial reporting

- (i) assisting the Board in monitoring the reliability and integrity of the financial information provided by the Company, in particular by reviewing the relevance and consistency of the accounting standards applied by the Company, including the consolidation criteria, and adequacy of the related disclosures.
- (ii) monitoring and examining the effectiveness of the financial reporting process and submit recommendations to ensure its integrity. The Executive Management Team should inform the Audit Committee of the methods used to account for significant and unusual transactions where the accounting treatment may be open to different approaches. In this respect, particular attention should be paid to both the existence of, and the justification for, any activity carried out by the company in offshore centres and/or through special purpose vehicles.

B. Risk management and compliance

- (i) assisting the Board and the executive management in formulating a description of the risks specific to the Company, while the respective risk monitor system itself is subsequently implemented by the Executive Management Team of the Company with appropriate identification and disclosure to the Board;
- (ii) reviewing the Company's code of conduct and compliance program, Company's policies on risk assessment and risk management. The Audit Committee shall monitor and at least annually review and examine the effectiveness of the undertaking's internal quality control, risk management and compliance systems. The person responsible for the compliance function is allowed to report directly to the Audit Committee;
- (iii) reviewing the process whereby the Company and its subsidiaries complies with existing provisions regarding the possibility for employees to report alleged significant irregularities in the Company and its subsidiaries, by way of complaints or through anonymous submissions, and ensuring that arrangements are in place for the proportionate and independent investigation of such matters and for appropriate follow-up action.

C. Overseeing the performance of the internal audit function

- (i) providing recommendations to the Board regarding the selection, appointment, and dismissal of the head of internal audit, and making recommendations on the internal audit department's budget. In the event that the internal auditor resigns, the Committee shall investigate any issues that may have led to that resignation, and shall make recommendations regarding any measures that are needed;
- (ii) reviewing and making recommendations, to the extent necessary, regarding the internal auditor's work program, if required, in addition to receiving periodic summaries of its work;
- (iii) monitoring the responsiveness of the Executive Management Team to the findings and recommendations of internal auditor; and

- (iv) monitoring the effectiveness of the internal audit function and ensuring that the internal auditor has adequate resources to perform the tasks entrusted to it, appropriate for the stage of Company's development.

D. Overseeing the performance of the external audit function

- (i) responsible for the procedure for the selection of the external independent auditor and making recommendations to the Board regarding the selection, appointment, reappointment and dismissal of the external auditor as well as the terms and conditions of his engagement. The Audit Committee should investigate the issues giving rise to any resignation of the external auditor, and make recommendations as to any required action;
- (ii) reviewing and monitoring the independence and objectivity of the external auditor, in particular by reviewing the audit firm's compliance with applicable guidance relating to the rotation of audit partners, the level of fees paid by the company, and other related regulatory requirements, and including the annual report from the auditor and discussion with auditors of key issues and mitigation actions;
- (iii) overseeing the external auditor's management and calculation of the cap on permissible services provided to the Company, its parent and controlled undertakings (excluding services required by national or EU legislation);
- (iv) reviewing external auditor work programme. The Audit Committee shall be informed of the external auditor's work programme and shall receive a report from the latter describing all existing relationships between the external auditor and the Company and its group;
- (v) pre-approving permissible non-audit services following an assessment of the threats to independence and the safeguards that the statutory auditor will apply to mitigate or eliminate those threats. The committee should set and apply a formal policy specifying, in accordance with the principles and guidance provided in Commission Recommendation 2002/590/EC (2), the types of non-audit services which are (a) excluded, (b) permissible after review by the committee, and (c) permissible without referral to the committee;
- (vi) development of an appropriate policy regarding the provision of specified prohibited services (where permitted under a Luxembourg option), covering:
 - a. tax services relating to preparation of tax forms, identification of public subsidies and tax incentives, support regarding tax inspections by tax authorities, calculation of direct and indirect tax and deferred tax, tax advice
 - b. valuation services, as long as their impact on the audited financial statements is immaterial or none, the impact on the financial statements is evaluated and documented in the additional report to the audit committee and the principles of independence included in the legislation are applied by the external auditor
- (vii) oversight of the external auditor's assessment regarding provision of the prohibited services to ensure that:
 - a. they have no direct or have immaterial effect separately or in aggregate on the audited financial statements;
 - b. the estimation of the effect on the audited financial statements is comprehensively documented and explained in the additional report to the audit committee;
- (viii) monitoring the process of the audit of statutory or consolidated financial statements, mainly covering the findings and conclusions. It shall make sure that the audits carried out and the subsequent audit reports comply with an audit plan approved by the Board or the Audit Committee;
- (ix) reviewing the responsiveness of the Executive Management Team to the recommendations made in the external auditor's letter;
- (x) overseeing the statutory auditor's compliance with reporting requirements in the audit report and the report to the Audit Committee
- (xi) assessing the work performed by the external auditor on a regular basis and reviewing the length of the remit of their firm and/or of the partners' responsible for certifying the financial statements;

- (xii) inform the Board on the outcome of the statutory audit and explain its contribution to the integrity of the financial statements.

The Audit Committee prepares recommendations and draft resolutions on the issues that relate to its competence and presents them to the Board for consideration.

Both internal and external auditors shall have free access to the Audit Committee and the Board. The person who is in charge for the compliance function may approach the Chairman of the Audit Committee at all times.

5.2. The Nomination and Remuneration Committee of the Board

The N&R Committee is a continuously operating collective body of the Board, headed by the Chairman of the N&R Committee.

5.2.1. Composition

The N&R Committee is established from amongst the members of the Board and it shall consist of at least (3) three members, including a chairman elected by the members of the N&R Committee amongst themselves. The N&R Committee shall be composed of a majority of non-executive Directors, including more than half being Independent Directors, elected by the Board.

In case of termination of the mandate of a Director, the mandate of such Director as member of the N&R Committee terminates automatically.

5.2.2. Conduct of meetings

The members of the N&R Committee shall meet as often as they determine necessary to carry out the N&R Committee's duties, but not less than twice a year.

The chairman of the N&R Committee shall call a meeting if requested by any member of the Committee. The chairman of the N&R Committee shall convene the meetings and determine the frequency and length of the meetings and set the agenda accordingly. The chairman of the N&R Committee shall take care of providing or making available a copy of all relevant documents and information to all members of the N&R Committee sufficiently in advance of a meeting in order for them to prepare for such meeting. To the extent the documents or information are confidential, they may be communicated at the meeting only.

The N&R Committee can act and deliberate validly only if at least half of its members are present or represented at a meeting. The members of the N&R Committee may participate in a meeting by conference call, video conference or by any other means of communication. Any member may act at any meeting by appointing any other member as proxy in writing by mail or electronic mail. A member of the N&R Committee may not represent more than one other member at a meeting.

Resolutions are adopted with the approval of a majority of the members present or represented at a meeting. Each member has one vote and the chairman shall have a casting vote. The chairman of the N&R Committee shall ensure that minutes of each meeting are drawn up.

Following each meeting of the N&R Committee, the chairman of the N&R Committee is required to report to the Board identifying the issues in respect of which he considers that action or improvement is called and make recommendations for the necessary adjustments in its internal regulations if required.

The N&R Committee shall every two years evaluate its own effectiveness and shall make recommendations to the Board regarding the necessary adjustments to its internal regulations.

5.2.3. Access to information

The N&R Committee shall, within the limits of its rights and responsibilities and the exercise of its functions, be entitled to:

- (i) request and receive any document which it considers useful for the exercise of its missions from the Company, the Corporate Secretary being the key contact person for such requests;
- (ii) seek assistance of experts for the proper fulfilment of its duties at its discretion. Any cost or expenses incurred thereby shall be covered by the Company; and
- (iii) invite any person to attend its meetings whose collaboration it deems to be advantageous and to meet with any individual without the presence of any executives.

The members of the N&R Committee as well as any third party participating in a meeting shall have a confidentiality obligation vis-à-vis third parties with regards to any confidential matters relating to the Company which have been disclosed to them during a meeting or to which they had access.

5.2.4. Responsibilities of the Nomination and Remuneration Committee

The role of the N&R Committee is to assist the Board in fulfilling its responsibilities by reviewing, advising and making recommendations to the Board, the Chairman and the CEO on:

Nomination

- (i) Appropriate size and composition of the Board;
- (ii) Establishing a formal and transparent procedure for the nomination and selection of Directors, including overseeing the preparation of a position's specification;
- (iii) Determining the necessary and desirable competencies of Directors;
- (iv) Identification and recommendation of candidates for their appointment as Directors, including assessment of the skills, knowledge and experience of the individuals appointed;
- (v) Appointment and removal of Directors;
- (vi) Nomination of the Chairman;
- (vii) Overseeing the development and implementation of a process for evaluating the performance of the Board and its committees;
- (viii) Developing a succession plan for the Board;
- (ix) Developing a succession plans for senior management;
- (x) Preparation of an induction program for new Directors;
- (xi) Developing the Company's recruitment and health & safety strategic objectives and policies;
- (xii) Nominating and assessing candidates for the Executive Management Team;

Remuneration

- (i) Establishment of the remuneration policies and remuneration of Directors and senior executives, and the review of such policies on an annual basis;
- (ii) Proposing key remuneration terms of appointment for Directors and senior executives;
- (iii) Recommending remuneration and incentive policies packages of key executives;
- (iv) Developing a management incentive scheme;
- (v) Selecting a professional indemnity and liability insurance for Directors and senior management;
- (vi) Together with the CEO assessing the way in which the executive management operates and the performance of the Executive Management Team at least once a year;
- (vii) Assisting the Board with the preparation of the remuneration report to be included in the corporate governance statement of the Company.

The N&R Committee shall prepare recommendations and draft resolutions on the issues that relate to its competence and shall present them to the Board for consideration.

The Company shall describe in its annual activity report the remuneration policy including the following:

- 1) general information about the Company’s remuneration system;
- 2) significant amendments of the remuneration policy in the last financial year or information about their absence;
- 3) assessment of the implementation of the remuneration policy in terms of achievement of its goals, in particular long-term shareholder value creation and the company’s stability.

6. EXECUTIVE MANAGEMENT TEAM OF THE COMPANY AND ITS OPERATING SUBSIDIARIES

6.1. Chief Executive Officer

The Chief Executive Officer (the “CEO”) shall manage the executive management team of the Company and its operating subsidiaries (the “**Executive Management Team**”) and shall be appointed and removed by the Board and report directly to the latter.

The CEO is responsible for the day-to-day management of the Company’s subsidiaries, execution of strategy, budgets, and Board decisions. The CEO delegates his/her responsibilities to other members of the Executive Management Team.

6.2. Executive Management Team

The Executive Management Team consists of:

- the CEO;
- the Chief Financial Officer;
- the Director, Production Assets Management;
- the Director, Agribusiness;
- the Director, Grain and Oilseeds Purchase;
- the Director, Logistics;
- the Director, Packed Products Marketing and Sales;
- the Chief Legal Officer;
- the Chief Human Resources Officer;
- the Head of IT Department;
- the Director, Security; and
- the Director, Corporate Investments.

The members of the Executive Management Team are appointed and removed, as applicable, by the Board upon proposal by the N&R Committee after prior consultation with the CEO, save where he is subject of the procedure.

The full list of the members of the Executive Management Team, including short biographies for each member is available on the Company’s website (<https://www.kernel.ua/about/management/>).

6.3. Powers and Duties of the Executive Management Team

The Executive Management Team is responsible for the overall financial and operating results of the Company’s subsidiaries, heading operating segments and providing support functions on a daily basis. The Executive Management Team focuses on strategy implementation, financial and competitive performance, commercial and technological developments, succession planning and organizational development.

Key powers of the Executive Management Team include:

- (i) Day-to-day management of the Company and its subsidiaries;

- (ii) Overseeing the proper functioning of the Company and its subsidiaries, including identification, management and control of the key risks;
- (iii) Examining, defining and exploring strategic opportunities, acquisitions, investments and disinvestments which could result in to the further development of the Company;
- (iv) Investments and disinvestments for which the maximum amount is not more than 5% of average 12 months trailing daily market capitalization of the Company;
- (v) Decisions on financing of the normal operations of the Company and its subsidiaries, regardless of the amount concerned;
- (vi) Implementation of the decisions made by the Board.

Key duties of the Executive Management Team include:

- (i) Preparing of complete, timely, reliable and accurate financial statements in accordance with the accounting standards and policies of the company;
- (ii) Submitting an objective and understandable assessment of the company's financial situation to the Board;
- (iii) Regular submitting of proposals to the Board regarding strategy definition;
- (iv) Preparing complete, timely, reliable and accurate corporate social responsibility reports and submit such reports to the Board on a regular basis;
- (v) Preparing the decisions to be taken by the Board;
- (vi) Supplying the Board with all the information necessary for the discharge of its obligations in a timely fashion;
- (vii) Setting up internal controls (systems for the identification, assessment, management and monitoring of financial and other risks), without prejudice to the Board's role in this matter;
- (viii) Regularly accounting to the Board regarding the discharge of their responsibilities.

The Board shall grant the Executive Management, including any Executive Directors, where applicable, the necessary powers for them to fulfil their responsibilities and obligations.

6.4. Executive Management Team compensation principles

Any compensation for the Executive Management Team is based on a pay-for-performance principle. The remuneration of the Executive Management Team is proposed by the Chairman of the Board in accordance with the remuneration policy and incentive plan drawn up by the N&R Committee and is reviewed and, if necessary, adjusted by the N&R Committee on an annual basis. The Board shall approve the long-term management incentive plan.

The members of the Executive Management Team shall be entitled to a remuneration consisting of:

- (i) **a base salary** – determined at the discretion of the Board, commensurate with the respective position and the individual profile of the manager in terms of qualifications, skill set, and experience. All amounts are fixed and shall be paid monthly;
- (ii) **an annual variable monetary bonus** – a formula is set by the N&R Committee. The bonus shall reward the financial performance of the Company. The target bonus is to be expressed as a percentage of the EBITDA less the financial expenses, with a minimum threshold level required to activate the pay-out; and
- (iii) **a long-term management incentive plan** – which shall be a reward for performance of the Company over the long-term period and shall align the interests of the Executive Management Team with those of the shareholders by delivering a substantial portion of share options in the Company as compensation. The plan is duly reviewed by the N&R Committee and approved by the Board. Each option is granted non-vested, with a vesting period from three to five years, carrying no rights to dividends and voting, and to be executed in cash.

Details of the current stock options scheme are described in the management incentive scheme (the “**Management Incentive Scheme**”).

The members of the Executive Management Team are not granted any pensions or retirement or similar benefits by the Company, except of the ones established in accordance with applicable laws.

Remuneration of the members of the Executive Management Team is disclosed in the annual, semi-annual and quarterly reports in accordance with applicable laws and stock exchange regulations.

7. FINANCIAL REPORTING, EXTERNAL AND INTERNAL AUDIT AND RISK MANAGEMENT

7.1. Financial reporting

The consolidated financial statements of the Company and its subsidiaries are prepared in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the European Union, while standalone financial statements of the Company are issued in accordance with Luxembourg accounting standards.

The Company’s subsidiaries which are incorporated abroad of the Grand Duchy of Luxembourg follow the locally required accounting principles. The financial statements are reported to the Board for its review and approval.

7.2. External audit

The Company’s annual consolidated and standalone financial statements are audited by one or several external independent auditors (*réviseurs d’entreprises agréés*) chosen amongst the members of the *Luxembourg Institut des Réviseurs d’Entreprises*, in accordance with the 1915 Law. The external independent auditor(s) shall be appointed and removed by the general meeting of shareholders.

The Audit Committee regularly meets with the auditors, including meetings without the presence of executive management, to discuss the audit process and management letter among other things, and to make recommendations on the external auditor’s work program.

The external independent auditor may provide the Company non-audit services. While services are authorized ex officio, the Audit Committee periodically examines the nature and scope of the non-audit services provided with a view to avoid any conflicts of interest.

7.3. Risk management

The Board shall approve, review and update the Company’s risk management policy, which defines and describes the risk management system and risk management process. The risk management system sets out the principles and minimum requirements of the process to identify, evaluate, manage and monitor risks to which the Company is exposed, on current and forward-looking basis. The policy ensures effective management of risks throughout the Company in line with the Company’s Risk Appetite, which is defined by the Board.

The main processes, procedures and responsibilities set out in the risk management policy are aimed to ensuring sound management of risks to preserve the stability and solvency of the Company under extreme conditions, using synergies, best practices, and specialist competences developed inside the Company.

The Company’s risk management is defined as a process, realized by the Board, executive management team and other management and staff, which starts from the strategy development and impacts all activities and processes of the Company. These activities aim at risk identification and risk management, in order to provide reasonable assurance of the Companies’ goals achievement.

The risk management cycle includes 5 stages: risk identification; risk assessment and prioritization; risk management actions planning; actions implementation; measure, control and monitor.

The principles of risk management system:

- a) **Organizational context.** Risks identified should be relevant to the Company's business and operational model and risk management should therefore be able to add value and be an integral part of the organizational process;
- b) **Involvement of Stakeholders.** The risk management process should involve the stakeholders at each and every step of decision making;
- c) **Organizational objectives.** The risks identified should explicitly address the uncertainty and link to the Companies' objectives;
- d) **Reporting.** The authenticity of the information has to be ascertained. Decisions should be made on best available information;
- e) **Roles and responsibilities.** Risk management should be transparent and inclusive. It should take into account the human factors and ensure that each stakeholder knows their roles at each stage of the risk management process;
- f) **Support structure.** Support structure underlines the importance of the risk management team. The team members have to be dynamic, diligent and responsive to changes. Each and every member should understand his intervention at each stage of the project management lifecycle;
- g) **Early warning indicators.** Keep track of early signs of a risk translating into an active problem. This is achieved through continual communication between all stakeholders at each level. It is also important to enable and empower everybody to deal with the threat at his/her level;
- h) **Review cycle.** Keep evaluating inputs at each step of the risk management process: identify, assess, respond and review. The observations are markedly different in each cycle. Identify reasonable interventions and remove unnecessary ones;
- i) **Supportive culture.** To introduce, develop and maintain the culture of questioning, discussion, and feedback/problems provisioning in the Company;
- j) **Continual improvement.** Improving and enhancing risk management system on ongoing basis.

The Board provides review and assessment of the main risks to which the company is exposed in pursuing its corporate purpose, and the plans implemented by the Executive Management Team to manage these risks. The review is provided at least once a year in collaboration with the Audit Committee, the external independent auditor and the Executive Management Team.

The Board informs the shareholders of the conclusions of its review and assessment in the relevant sections of the annual report.

7.4. Internal audit

As an integral part of the system of internal controls, the Company shall have established an internal audit division headed by an experienced professional reporting to the Audit Committee and working closely with the Board (the "**Internal Audit**"). The resources and skills of such division shall be appropriate to the nature, size and complexity of the Company's business.

The Internal Audit shall provide independent and objective assurance and consulting services in the areas of internal controls and risk management aimed at improving the Company's and its subsidiaries operations and performance.

The independence rules defined in generally accepted international standards of the professional internal audit practice shall apply to members of internal audit divisions and other persons responsible for such tasks.

Main responsibilities of internal audit are:

- (i) to maintain continuous support for the Directors on the operational risk management, internal controls and mitigation activities by undertaking regular or ad hoc reviews;
- (ii) to provide independent and objective evaluation of effectiveness and efficiency of risk management and internal control systems within the operational framework of the Company, and internal and external regulations observance;
- (iii) to assist personnel and management of the Company in improving the effectiveness of risk management and internal control systems in operations; advise and consult them regarding how to effectively execute their responsibilities, including recommendations on specific improvements in policies and procedures;
- (iv) to consult management on the subjects of specific improvements in operational policies and internal procedures; and
- (v) to assist in open and two-way communication among internal and external auditors, management and personnel, Audit Committee and the Board.

The internal audit division and the executive Directors shall provide the non-executive Directors at least once per year with their assessment of the efficiency of the operational internal controls, risk management and compliance systems and internal audit functions together with a relevant report.

8. SHARE DEALINGS

Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council on market abuse, as amended (the “**Market Abuse Regulation**”) and Warsaw Stock Exchange Rules (the “**WSE Rules**”, together with the Market Abuse Regulation collectively referred to as the “**Market Abuse Rules**”) provides for certain rules and prohibitions that must be complied with by any Directors or employees of the Company when dealing in shares issued by the Company.

The detailed rules on how to deal in shares issued by the Company in compliance with the Market Abuse Rules are included in a specific Insider Trading Rules, developed by the Company.

9. DISCLOSURE POLICY AND INVESTOR COMMUNICATIONS

Company recognises the importance of adequate communication with investors and analysts by pursuing a transparent and effective disclosure policy in order to ensure easy and non-discriminatory access to disclosed information using diverse tools of communication.

Where the Company becomes aware that untrue information is disseminated in the media, which significantly affects its evaluation, it immediately publishes on its website a communiqué containing its position on such information, unless in the opinion of the Company the nature of such information and the circumstances of its publication give reasons to follow a more adequate solution.

The Company allows investors and analysts to ask questions and receive explanations – subject to prohibitions defined in the applicable legislation – on topics of their interest. Company shall also use its best efforts, including taking all steps well in advance as necessary to prepare a periodic reports, to allow investors to review their financial results as soon as possible after the end of a reporting period.

The Company publishes on its website the following information (in addition to information required under mandatory provisions of law):

- (i) basic corporate documents, such as the Company’s articles of association;
- (ii) the full names of the members of Board of Directors and the professional CVs of its members including information on the fulfilment of the criteria of independence by members of Board of Directors together with a chart showing the division of duties and responsibilities among members;

- (iii) the current structure of shareholders indicating those shareholders that hold at least 5% of the total vote in the Company according to information provided to the company by shareholders under the applicable legislation;
- (iv) current and periodic reports, prospectuses and information memoranda with annexes, published by the Company in the last 5 years;
- (v) information on the dates of corporate events leading to the acquisition or limitation of rights of a shareholder, information on the dates of publication of financial reports and other events relevant to investors, within a timeframe enabling investors to make investment decisions
- (vi) information materials published by the Company concerning the Company's strategy and its financial results;
- (vii) selected financial data of the company for the last 5 years of business;
- (viii) information about the planned dividend and the dividend paid out by the Company in the last 5 financial years, including the dividend record date, the dividend payment date and the dividend amount, in aggregate and per share;
- (ix) financial projections, if the Company has decided to publish them, published at least in the last 5 years, including information about the degree of their implementation;
- (x) information about the content of the Company's internal rule of changing the company authorised to audit financial statements or information about the absence of such rule;
- (xi) a statement on compliance with the corporate governance recommendations and principles contained in the last published annual report;
- (xii) materials provided to the general meeting, including assessments, reports and positions referred to in point (ix) above, tabled to the general meeting by the Board of Directors;
- (xiii) information about the Company's diversity policy applicable to the Company's Board of Directors. The description covers the following elements of the diversity policy: gender, education, age, professional experience, and specify the goals of the diversity policy and its implementation in the reporting period;
- (xiv) information about the planned transmission of a general meeting, not later than 7 days before the date of the general meeting;
- (xv) justification of draft resolutions of the general meeting concerning issues and determinations which are relevant to or may give rise to doubts of shareholders, within a timeframe enabling participants of the general meeting to review them and pass the resolution with adequate understanding;
- (xvi) information about the reasons for cancellation of a general meeting, change of its date or agenda, and information about breaks in a general meeting and the grounds of those breaks;
- (xvii) contact details of the Company's investor relations officers including the full name and e-mail address or telephone number.

10. CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT

The company has adopted a "Corporate Social Responsibility and Sustainable Development Policy", under which the Company aims to voluntarily contribute to the social, environmental and economic development of the society.

Company aims to reach the following targets when implementing the "Corporate Social Responsibility and Sustainable Development Policy":

- a) **Social:** development of people's potential, giving back to local communities, and ethical and responsible labor practices;
- b) **Environmental:** keeping the integrity of the ecosystems Company operates in, and minimization of the environmental footprint;
- c) **Economic:** reaching maximum profitability with the optimal usage of natural resources

"Corporate Social Responsibility and Sustainable Development Policy" shall be published on Company's website.

The measures taken for the “Corporate Social Responsibility and Sustainable Development” policy implementation shall be disclosed each year in the special section of the annual report.

ДОДАТОК Б

Таблиця А.1 Наукові підходи до оцінки вартості капіталу

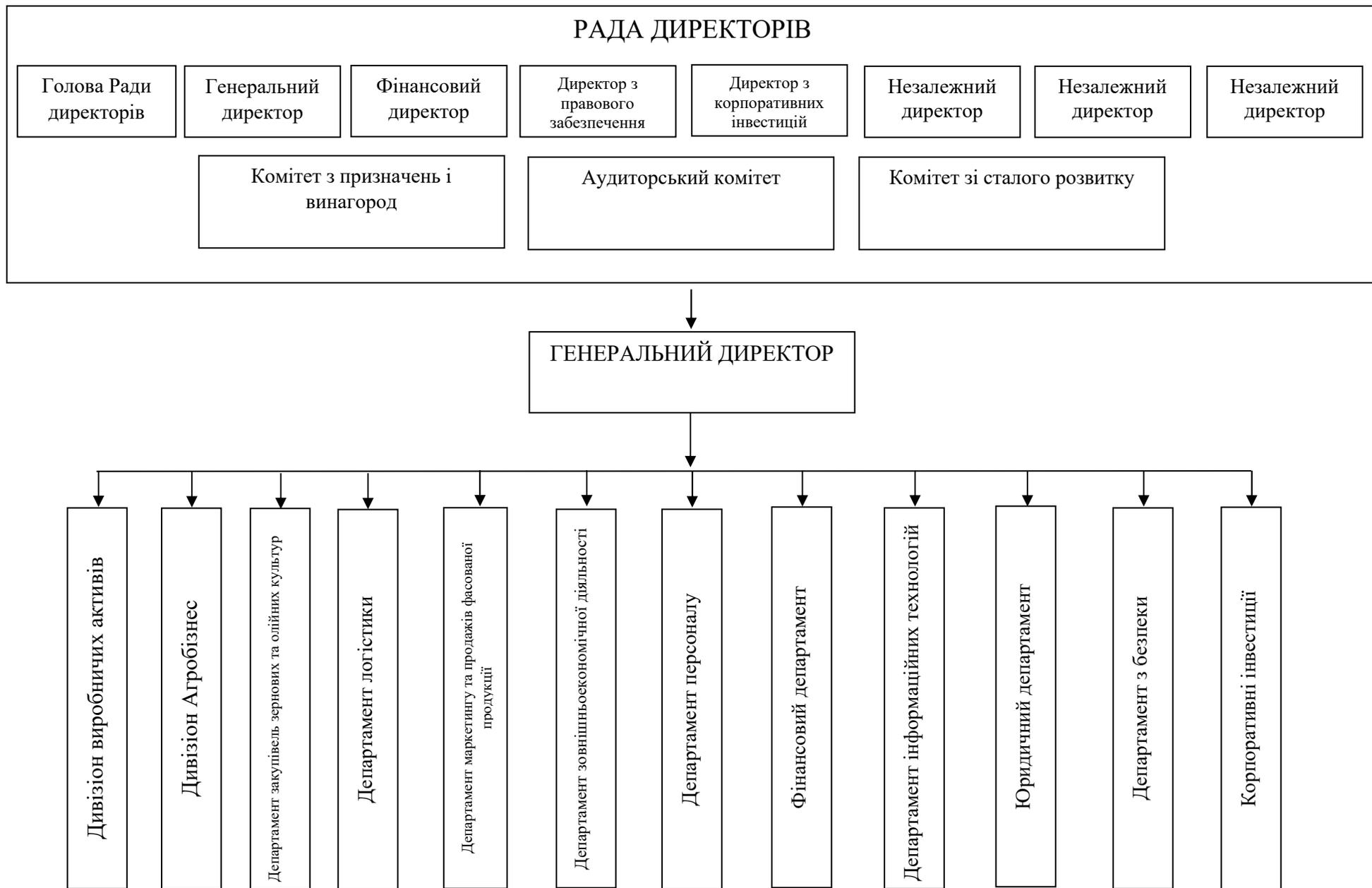
Власний капітал			Позиковий капітал		
Назва підходу	Характеристика	Розрахунок	Назва підходу	Характеристика	Розрахунок
Модель постійних дивідендів	Визначається поточною вартістю дивідендів, які акціонери або отримують, або очікують отримати від підприємства.	$V_{BK} = \frac{D}{P_A (1-L)}$ де V_{BK} – вартість власного капіталу; D – очікувані дивіденди; P_A – ринкова ціна акції; L – витрати на емісію.	Банківський кредит	Коригування на податки є доцільним у випадку, коли підприємство отримує прибуток, сплачує податок на прибуток, і при цьому відсоткові виплати за позикою входять до валових витрат.	$V_{PK} = r (1 - T),$ V_{PK} – вартість позикового капіталу; r – ставка відсотку за банківський кредит, %; T – ставка податку на прибуток.
Модель Гордона (приросту дивідендів)	У формулу розрахунку враховується прогнозне значення очікуваного темпу зростання дивідендів і надає можливість уточнити розрахунок	$V_{BK} = \frac{D_1}{P_A (1-L)} + g$ де D_1 – очікувані дивіденди в перший рік; g – прогнозоване щорічне зростання дивідендів.	Товарний (комерційний) кредит	Форма короткострокової відстрочки платежу, на перший погляд є нульовою. Однак вартість кредиту оцінюється розміром знижки з ціни продукції при здійсненні платежу готівкою.	$V_{PK} = \frac{(ЦЗ*360)(1-T)}{ПВ}$ Де $ЦЗ$ – розмір цінової знижки при готівковому платежі, %; $ПВ$ – період надання відстрочки платежу за продукцію, дн.
				Форма довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселю полягає у пошуку варіантів постачань аналогічної продукції, що мінімізує розміри цієї вартості	$V_{PK} = \frac{r_{BK} (1-T)}{1-ЦЗ}$ Де r_{BK} – ставка відсотку за вексельний кредит, %.
Дивідендний підхід	Спрощений варіант розрахунку. Модель не враховує можливі зміни у структурі капіталу і у виплатах дивідендів.	$V_{BK} = \frac{D_0}{(BK_0 + BK_1)/2}$ D_0 – дивіденди, сплачені у звітному періоді;	Фінансовий лізинг	Існує ступінь невизначеності майбутнього результату і можливі втрати лізингової компанії. Нижчі вимоги за заставою, так як предмет застави – тільки обладнання.	$V_{PK} = \frac{(ЛС-НА)(1-T)}{1-BЗ}$ $ЛС$ – річна лізингова ставка, %; $НА$ – річна норма амортизації залученого активу;

		$(BK_0 + BK_1) / 2$ – середня величина власного капіталу			VЗ – рівень витрат із залучення активу до вартості цього активу.
Дохідний підхід	Враховується повний розмір прибутку, який залишається у розпорядженні підприємства.	$V_{BK} = \frac{EPS}{P_A}$ EPS – очікуваний прибуток на акцію; P _A – поточна ринкова ціна акції;	За рахунок емісії облігацій	Оцінюється на базі ставки купонного відсотка за нею, що формує суму періодичних купонних виплат.	$V_{ПК} = \frac{r_{обл}(1-T)}{1-EВ}$ r _{обл} – ставка купонного відсотка по облігації, %; ЕВ – рівень емісійних витрат по відношенню до об'єму емісії.
	Похідна формула розрахунку	$V_{BK} = \frac{ЧП}{BK}$ ЧП – чистий прибуток, виплачений акціонерам.		Якщо облігація продається на інших умовах, то базою оцінки виступає загальна сума дисконту по ній, сплачувана при погашенні.	$V_{ПК} = \frac{D(1-T)*100}{(H_{обл}-D)(1-EВ)}$ D – середньорічна сума дисконту за облігацією; H _{обл} – номінал облігації, що підлягає погашенню.
	Моделюється на встановлення нормальної ринкової дохідності акцій, скоригованої залежно від ступеня ризику.	САРМ (V _{BK}) = R _f + β*(R _m - R _f), Де R _f – ставка дохідності за безризиковими вкладеннями; R _m – середньорічний рівень дохідності звичайних акцій; β – коефіцієнт «бета».		Облігаційна позика	Вартість облігаційної позики, як і банківського кредиту, коригується на ставку податку на прибуток. Більш точне значення вартості позики можна отримати, врахувавши витрати підприємства – емітента облігацій на розміщення позики на ринку.
Метод «дохідність облігації + премія за ризик»	Очікувану дохідність акції визначають як дохідність облігацій плюс премія за ризик, пов'язаний з інвестуванням коштів у акції цього підприємства.	V _{BK} = Обл ₁ + Обл _n + Пр _{риз} , Де Обл _n – дохідність облігації; Пр _{риз} премія за ризик.			

Складено на основі []

ДОДАТОК В

Рисунок Б.1 – Організаційна структура компанії АТ «Кернел»



ДОДАТОК Г

Таблиця В.1 – Фінансова звітність АТ «Кернел» за 2021 р.

Consolidated Statement of Financial Position

for the year ended 30 June 2021 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	As of 30 June 2021	As of 30 June 2020
Assets			
Current assets			
Cash and cash equivalents	8, 36	574,040	369,117
Trade accounts receivable, net	9, 32, 36	381,124	215,279
Prepayments to suppliers, net		127,726	116,113
Corporate income tax prepaid		12,041	247
Taxes recoverable and prepaid, net	10	185,966	132,748
Inventory	11	332,027	303,402
Biological assets	12	376,644	252,184
Other financial assets	13, 36	294,156	141,495
Assets classified as held for sale		—	432
Total current assets		2,283,724	1,531,017
Non-current assets			
Property, plant and equipment, net	14	1,085,205	984,368
Right-of-use assets	15	364,699	347,296
Intangible assets, net	16	62,144	68,085
Goodwill	17	120,925	123,487
Deferred tax assets	25	15,098	9,152
Non-current financial assets	18	46,322	58,002
Other non-current assets	32	38,462	43,296
Total non-current assets		1,712,855	1,633,686
Total assets		3,996,579	3,164,703
Liabilities and equity			
Current liabilities			
Trade accounts payable	36	150,061	87,508
Advances from customers and other current liabilities	19, 32	187,047	68,039
Short-term borrowings	21	13,888	44,581
Current portion of long-term borrowings	22	21,715	6,871
Current portion of lease liabilities	23	37,338	44,872
Current bonds issued	24	212,495	—
Interest on bonds issued	36	15,353	21,945
Other financial liabilities	20, 36	145,116	138,777
Total current liabilities		783,013	412,593
Non-current liabilities			
Long-term borrowings	22	227,740	172,403
Lease liabilities	23	287,154	265,128
Deferred tax liabilities	25	20,806	24,449
Bonds issued	24	593,942	793,777
Other non-current liabilities	36	1,216	2,230
Total non-current liabilities		1,130,858	1,257,987
Equity attributable to Kernel Holding S.A. equity holders			
Issued capital	2	2,219	2,219
Share premium reserve		500,378	500,378
Additional paid-in capital		39,944	39,944
Equity-settled employee benefits reserve	2	1,850	4,624
Revaluation reserve		57,290	62,249
Other reserves	3	(896)	(3,523)
Translation reserve		(703,034)	(697,555)
Retained earnings		2,048,399	1,584,331
Total equity attributable to Kernel Holding S.A. equity holders		1,946,150	1,492,667
Non-controlling interests	33	136,558	1,456
Total equity		2,082,708	1,494,123
Total liabilities and equity		3,996,579	3,164,703
Book value			
Book value		1,946,150	1,492,667
Number of shares	2, 37	84,031,230	84,031,230
Book value per share (in USD)		23.16	17.76
Diluted number of shares	37	84,031,230	83,328,986
Diluted book value per share (in USD)		23.16	17.91

On behalf of the Board of Directors

Andrii Verevskiy
Chairman of the Board of Directors

Anastasia Usachova
Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Profit or Loss

for the year ended 30 June 2021 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	For the year ended 30 June 2021	For the year ended 30 June 2020
Revenue	26, 32	5,647,154	4,106,780
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	12	132,631	(20,979)
Cost of sales	27, 32	(4,876,827)	(3,628,622)
Gross profit		902,958	457,179
Other operating income, net	28	95,329	7,017
General and administrative expenses	29, 32	(186,106)	(126,920)
Profit from operating activities		812,181	337,276
Finance costs, net	30, 32	(141,759)	(147,220)
Foreign exchange loss, net		(6,306)	(1,012)
Other income/(expenses), net	31, 32	10,725	(50,524)
Share of income/(loss) of joint ventures		—	6,305
Profit before income tax		674,841	144,825
Income tax expenses	25	(32,252)	(22,075)
Profit for the period from continuing operations		642,589	122,750
Profit for the period		642,589	122,750
Profit for the period attributable to:			
Equity holders of Kernel Holding S.A.		512,708	117,865
Non-controlling interests		129,881	4,885
Earnings per share			
From continuing operations			
Weighted average number of shares	37	84,031,230	82,983,367
Profit per ordinary share (in USD)		6.10	1.42
Diluted number of shares	37	84,031,230	83,328,986
Diluted profit per ordinary share (in USD)		6.10	1.41

On behalf of the Board of Directors

Andrii Verevskiy
Chairman of the Board of Directors

Anastasiia Usachova
Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Profit or Loss and Other Comprehensive Income

for the year ended 30 June 2021 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	For the year ended 30 June 2021	For the year ended 30 June 2020
Profit for the period		642,589	122,750
Other comprehensive income/(loss)			
Items that will not be reclassified subsequently to profit or loss:			
Decrease in revaluation reserve due to impairment loss	14	(6,048)	—
Income tax related to components of other comprehensive income	25	1,089	—
Items that may be reclassified subsequently to profit or loss:			
Exchange differences on translating foreign operations		(5,634)	37,053
Gain/ (loss) arising on cash flow hedge	3	3,908	(5,644)
Income tax related to cash flow hedge	25	(542)	785
Other comprehensive (loss)/income, net		(7,227)	32,194
Total comprehensive income for the period		635,362	154,944
Total comprehensive income attributable to:			
Equity holders of Kernel Holding S.A.		503,553	151,183
Non-controlling interests		131,809	3,761

On behalf of the Board of Directors

Andrii Verevskyi
Chairman of the Board of Directors

Anastasiiia Usachova
Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Changes in Equity

for the year ended 30 June 2021 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Attributable to Kernel Holding S.A. shareholders										Total equity
	Share issued capital	Additional premium reserve	paid-in capital	Equity-settled employee benefits reserve	Revalu-ation reserve	Other reserves	Translation reserve	Retained Earnings	Total	Non-controlling interests	
Balance as of 30 June 2019	2,164	481,878	39,944	9,111	62,249	—	(734,396)	1,489,996	1,350,946	(4,920)	1,346,026
Profit for the period	—	—	—	—	—	—	—	117,865	117,865	4,885	122,750
Other comprehensive (loss)/income	—	—	—	—	—	(3,523)	36,841	—	33,318	(1,124)	32,194
Total comprehensive (loss)/income for the period	—	—	—	—	—	(3,523)	36,841	117,865	151,183	3,761	154,944
Increase in share capital (Note 2)	55	13,555	—	—	—	—	—	—	13,610	—	13,610
Distribution of dividends (Note 2)	—	—	—	—	—	—	—	(21,008)	(21,008)	—	(21,008)
Disposal of subsidiaries	—	—	—	—	—	—	—	—	—	(16)	(16)
Effect of changes on minority interest	—	—	—	—	—	—	—	(2,631)	(2,631)	2,631	—
Recognition of share-based payments (Note 2)	—	4,945	—	(4,487)	—	—	—	109	567	—	567
Balance as of 30 June 2020	2,219	500,378	39,944	4,624	62,249	(3,523)	(697,555)	1,584,331	1,492,667	1,456	1,494,123
Profit for the period	—	—	—	—	—	—	—	512,708	512,708	129,881	642,589
Other comprehensive (loss)/income	—	—	—	—	(4,959)	1,283	(5,479)	—	(9,155)	1,928	(7,227)
Total comprehensive (loss)/income for the period	—	—	—	—	(4,959)	1,283	(5,479)	512,708	503,553	131,809	635,362
Distribution of dividends (Note 2)	—	—	—	—	—	—	—	(35,293)	(35,293)	—	(35,293)
Effect of changes on minority interest	—	—	—	—	—	1,344	—	(4,637)	(3,293)	3,293	—
Repurchase of share options (Note 2)	—	—	—	(2,774)	—	—	—	(8,710)	(11,484)	—	(11,484)
Balance as of 30 June 2021	2,219	500,378	39,944	1,850	57,290	(896)	(703,034)	2,048,399	1,946,150	136,558	2,082,708

On behalf of the Board of Directors

Andrii Verovskiy
Chairman of the Board of Directors

Anastasiia Usachova
Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Cash Flows

for the year ended 30 June 2021 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	As of 30 June 2021	As of 30 June 2020
Operating activities:			
Profit before income tax		674,841	144,825
Adjustments for:			
Amortization and depreciation		116,486	105,742
Finance costs, net	30	141,759	147,220
Change in loss allowance for expected credit losses on trade and other receivables	29	4,689	2,367
Other accruals		1,762	3,824
Gain on disposal of property, plant and equipment	31	(2,628)	(969)
Net foreign exchange loss/(gain)		3,483	(2,564)
Write-offs and impairment loss	16, 17, 31	3,286	658
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	12	(132,631)	20,979
Share of income of joint ventures		—	(6,305)
(Gain)/Loss on sales of subsidiaries and joint ventures	7, 31	(1,891)	36,634
Net gain arising on financial assets classified as at fair value through profit or loss		(20,575)	(28,280)
Other gain		(2,323)	(1,957)
Operating profit before working capital changes		786,258	422,174
Changes in working capital:			
Change in trade receivable and other financial assets		(241,282)	(36,988)
Change in prepayments and other current assets		(13,538)	(32,219)
Change in restricted cash balance		1,819	(1,771)
Change in taxes recoverable and prepaid		(52,961)	(19,130)
Change in biological assets		71,909	113,403
Change in inventories		(93,218)	(15,070)
Change in trade accounts payable		64,468	(51,120)
Change in advances from customers and other current liabilities		81,969	32,797
Cash generated from operations		605,424	412,076
Interest paid		(133,442)	(139,500)
Interest received		5,950	4,940
Income tax paid		(18,090)	(8,160)
Net cash generated by operating activities		459,842	269,356
Investing activities:			
Purchase of property, plant and equipment		(178,296)	(215,651)
Proceeds from disposal of property, plant and equipment		5,855	5,533
Payment for lease agreements		(2,157)	(4,462)
Purchase of intangible and other non-current assets		(3,306)	(3,738)
Acquisition of subsidiaries, net of cash acquired	7, 19	(46,898)	(28,564)
Disposal of subsidiaries	7	2,505	8,966
Disposal of joint ventures		—	65,313
Amount advanced for subsidiaries		4,289	3,131
Amount advanced to related parties		(7,184)	(21,984)
Proceeds from return of loans by related parties		20,321	2,375
Payment to acquire financial assets		(272)	—
Loans for stock options execution		—	(13,610)
Net cash used in investing activities		(205,143)	(202,691)
Financing activities:			
Proceeds from borrowings		296,125	512,991
Repayment of borrowings		(257,392)	(536,913)
Payment of dividends	2	(35,293)	(21,008)
Financing for farmers		(1,053)	(1,028)
Repayment of lease liabilities		(32,712)	(37,709)
Proceeds from share capital increase		—	13,555
Issued capital		—	55
Repurchase of share options		(11,484)	—
Proceeds from bonds issued		299,286	297,660
Transactions costs related to corporates bonds issue		(2,428)	(1,895)
Repayment of corporate bonds		(286,890)	—
Premium for early repayment of bonds		(16,108)	—
Net cash (used in)/generated by financing activities		(47,949)	225,708
Effects of exchange rate changes on the balance of cash held in foreign currencies		(104)	(1,586)
Net increase in cash and cash equivalents		206,646	290,787
Cash and cash equivalents, at the beginning of the year	8	367,204	76,417
Cash and cash equivalents, at the end of the year	8	573,850	367,204

For non-cash financing activities please see Note 8.

On behalf of the Board of Directors
Andrii Verevskyi
 Chairman of the Board of Directors

Anastasia Usachova
 Director, Chief Financial Officer

ДОДАТОК Д

Таблиця Г.1 – Фінансова звітність АТ «Кернел» 2019 – 2020 рр.

Consolidated Statement of Financial Position

for the year ended 30 June 2020 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	As of 30 June 2020	As of 30 June 2019
Assets			
Current assets			
Cash and cash equivalents	8, 36	369,117	76,801
Trade accounts receivable, net	3, 9, 33, 36	215,279	183,196
Prepayments to suppliers and other current assets, net	3,10	148,916	129,822
Corporate income tax prepaid	24	247	8,484
Taxes recoverable and prepaid, net	11	132,748	118,575
Inventory	12	303,402	357,610
Biological assets	13	252,184	309,030
Other financial assets	36	108,692	70,835
Assets classified as held for sale		432	2,079
Total current assets		1,531,017	1,256,432
Non-current assets			
Property, plant and equipment, net	14	984,368	764,686
Right-of-use assets	3, 15	347,296	—
Intangible assets, net	16	68,085	114,942
Goodwill	17	123,487	107,735
Investments in joint ventures	32	—	51,252
Deferred tax assets	24	9,152	8,447
Corporate income tax prepaid		—	4,374
Other non-current assets	18, 33	101,298	155,732
Total non-current assets		1,633,686	1,207,168
Total assets		3,164,703	2,463,600
Liabilities and equity			
Current liabilities			
Trade accounts payable	36	87,508	136,043
Advances from customers and other current liabilities	19, 33	170,534	104,976
Short-term borrowings	20	44,581	183,692
Current portion of long-term borrowings	21	6,871	1,233
Current portion of lease liabilities	3, 22	44,872	—
Interest on bonds issued	23, 36	21,945	17,949
Other financial liabilities	36	36,282	35,867
Total current liabilities		412,593	479,760
Non-current liabilities			
Long-term borrowings	21	172,403	63,680
Lease liabilities	3, 22	265,128	—
Obligations under finance leases	3	—	5,230
Deferred tax liabilities	24	24,449	29,010
Bonds issued	23	793,777	496,051
Other non-current liabilities	7, 36	2,230	43,843
Total non-current liabilities		1,257,987	637,814
Equity attributable to Kernel Holding S.A. equity holders			
Issued capital	2	2,219	2,164
Share premium reserve		500,378	481,878
Additional paid-in capital		39,944	39,944
Equity-settled employee benefits reserve	2	4,624	9,111
Revaluation reserve		62,249	62,249
Other reserves	3	(3,523)	—
Translation reserve		(697,555)	(734,396)
Retained earnings		1,584,331	1,489,996
Total equity attributable to Kernel Holding S.A. equity holders		1,492,667	1,350,946
Non-controlling interests		1,456	(4,920)
Total equity		1,494,123	1,346,026
Total liabilities and equity		3,164,703	2,463,600
Book value			
Book value		1,492,667	1,350,946
Number of shares	2, 37	84,031,230	81,941,230
Book value per share (in USD)		17.76	16.49
Diluted number of shares	37	83,328,986	82,820,378
Diluted book value per share (in USD)		17.91	16.31

On behalf of the Board of Directors

Andrii Verevskiy

Chairman of the Board of Directors

Anastasiia Usachova

Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Profit or Loss

for the year ended 30 June 2020 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	For the year ended 30 June 2020	For the year ended 30 June 2019 ¹
Revenue	25, 33	4,106,780	3,960,231
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	13	(20,979)	9,140
Cost of sales	26, 33	(3,623,812)	(3,635,510)
Gross profit		461,989	333,861
Other operating income, net	27	7,017	41,878
General and administrative expenses	28, 33	(131,730)	(106,532)
Profit from operating activities		337,276	269,207
Finance costs, net	29, 33	(147,220)	(82,319)
Foreign exchange (loss)/gain, net	30	(1,012)	12,860
Other expenses, net	31, 33	(50,524)	(8,376)
Share of income/(loss) of joint ventures	32	6,305	(966)
Profit before income tax		144,825	190,406
Income tax expenses	24	(22,075)	(11,902)
Profit for the period from continuing operations		122,750	178,504
Profit for the period		122,750	178,504
Profit/(Loss) for the period attributable to:			
Equity holders of Kernel Holding S.A.		117,865	189,464
Non-controlling interests		4,885	(10,960)
Earnings per share			
From continuing operations			
Weighted average number of shares	37	82,983,367	81,941,230
Profit per ordinary share (in USD)		1.42	2.31
Diluted number of shares	37	83,328,986	82,820,378
Diluted profit per ordinary share (in USD)		1.41	2.29
On behalf of the Board of Directors			

Andrii Verevskyi
Chairman of the Board of Directors

Anastasiiia Usachova
Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Profit or Loss and Other Comprehensive Income

for the year ended 30 June 2020 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	For the year ended 30 June 2020	For the year ended 30 June 2019
Profit for the period		122,750	178,504
Other comprehensive income/(loss)			
Items that will not be reclassified subsequently to profit or loss:			
Gain on revaluation of property	14	—	25,833
Income tax related to components of other comprehensive income	24	—	(4,650)
Items that may be reclassified subsequently to profit or loss:			
Exchange differences on translating foreign operations		37,053	(10,979)
Loss arising on cash flow hedge	3	(5,644)	—
Income tax related to this item	3	785	—
Other comprehensive income, net		32,194	10,204
Total comprehensive income for the period		154,944	188,708
Total comprehensive income/(loss) attributable to:			
Equity holders of Kernel Holding S.A.		151,183	200,305
Non-controlling interests		3,761	(11,597)

On behalf of the Board of Directors

Andrii Verevskiy
Chairman of the Board of Directors

Anastasiia Usachova
Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Changes in Equity

for the year ended 30 June 2020 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Attributable to Kernel Holding S.A. shareholders										
	Issued capital	Share premium reserve	Additional paid-in capital	Equity-settled employee benefits reserve	Revaluation reserve	Other reserve	Translation reserve	Retained Earnings	Total	Non-controlling interests	Total equity
Balance as of 30 June 2018 (as previously reported)	2,164	481,878	39,944	8,114	43,815	—	(724,054)	1,318,872	1,170,733	6,871	1,177,604
Effect of IFRS 9 implementation (Note 9)	—	—	—	—	—	—	—	(314)	(314)	—	(314)
Balance as of 1 July 2018 (re-stated)	2,164	481,878	39,944	8,114	43,815	—	(724,054)	1,318,558	1,170,419	6,871	1,177,290
Profit/(Loss) for the period	—	—	—	—	—	—	—	189,464	189,464	(10,960)	178,504
Other comprehensive income/(loss)	in-	—	—	—	21,183	—	(10,342)	—	10,841	(637)	10,204
Total comprehensive income/(loss) for the period	in-	—	—	—	21,183	—	(10,342)	189,464	200,305	(11,597)	188,708
Distribution of dividends (Note 2)	—	—	—	—	—	—	—	(20,485)	(20,485)	—	(20,485)
Disposal of subsidiaries	—	—	—	—	(1,626)	—	—	1,626	—	—	—
Effect of changes on minority interest	—	—	—	—	—	—	—	(290)	(290)	(194)	(484)
Recognition of share-based payments (Note 2)	—	—	—	997	—	—	—	—	997	—	997
Transfer of revaluation reserve	—	—	—	—	(1,123)	—	—	1,123	—	—	—
Balance as of 30 June 2019	2,164	481,878	39,944	9,111	62,249	—	(734,396)	1,489,996	1,350,946	(4,920)	1,346,026
Profit for the period	—	—	—	—	—	—	—	117,865	117,865	4,885	122,750
Other comprehensive (loss)/income	—	—	—	—	—	(3,523)	36,841	—	33,318	(1,124)	32,194
Total comprehensive (loss)/income for the period	—	—	—	—	—	(3,523)	36,841	117,865	151,183	3,761	154,944
Increase in share capital (Note 2)	55	13,555	—	—	—	—	—	—	13,610	—	13,610
Distribution of dividends (Note 2)	—	—	—	—	—	—	—	(21,008)	(21,008)	—	(21,008)
Disposal of subsidiaries	—	—	—	—	—	—	—	—	—	(16)	(16)
Effect of changes on minority interest	—	—	—	—	—	—	—	(2,631)	(2,631)	2,631	—
Recognition of share-based payments (Note 2)	—	4,945	—	(4,487)	—	—	—	109	567	—	567
Balance as of 30 June 2020	2,219	500,378	39,944	4,624	62,249	(3,523)	(697,555)	1,584,331	1,492,667	1,456	1,494,123

On behalf of the Board of Directors

Andrii Verrevskyi
Chairman of the Board of Directors

Anastasiia Usachova
Director, Chief Financial Officer

Consolidated Statement of Cash Flows

for the year ended 30 June 2020 (in thousands of US dollars, unless otherwise stated)

	Notes	As of 30 June 2020	As of 30 June 2019
Operating activities:			
Profit before income tax		144,825	190,406
Adjustments for:			
Amortization and depreciation		105,742	76,303
Finance costs, net	29	147,220	82,319
Movement in allowance for doubtful receivables	28	2,367	7,905
Other accruals		3,824	5,036
Gain on disposal of property, plant and equipment	31	(969)	(605)
Net foreign exchange gain		(2,564)	(13,840)
Write-offs and impairment loss/(reversal)	16, 17, 31	658	(116)
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	13	20,979	(9,140)
Share of (income)/loss of joint ventures	32	(6,305)	966
Loss/(Gain) on sales of subsidiaries and joint ventures	7, 31	36,634	(4,833)
Net (gain)/loss arising on financial assets classified as at fair value through profit or loss		(28,280)	23,662
Other (gain)/losses		(1,957)	10,234
Operating profit before working capital changes		422,174	368,297
Changes in working capital:			
Change in trade and other accounts receivable ¹		(43,070)	(131,516)
Change in prepayments and other current assets		(26,137)	(13,706)
Change in restricted cash balance		(1,771)	538
Change in taxes recoverable and prepaid		(19,130)	441
Change in biological assets		113,403	18,779
Change in inventories		(15,070)	(24,160)
Change in trade accounts payable		(51,120)	60,055
Change in advances from customers and other current liabilities		32,797	(4,328)
Cash generated from operations		412,076	274,400
Interest paid		(139,500)	(76,233)
Interest received		4,940	3,829
Income tax paid		(8,160)	(3,346)
Net cash generated by operating activities		269,356	198,650
Investing activities:			
Purchase of property, plant and equipment		(215,651)	(166,988)
Proceeds from disposal of property, plant and equipment		5,533	9,754
Payment for lease agreements		(4,462)	—
Purchase of intangible and other non-current assets		(3,738)	(25,375)
Acquisition of subsidiaries, net of cash acquired	7	(28,564)	(56,272)
Disposal of subsidiaries	7	8,966	11,313
Disposal of joint ventures		65,313	—
Amount advanced for subsidiaries		3,131	3,873
Amount advanced to related parties		(21,984)	(10,085)
Proceeds from return of loans by related parties		2,375	—
Payment to acquire financial assets		—	(7,624)
Loans for stock options execution		(13,610)	—
Net cash used in investing activities		(202,691)	(241,404)
Financing activities:			
Proceeds from borrowings		512,991	577,983
Repayment of borrowings		(536,913)	(516,713)
Payment of dividends	2	(21,008)	(20,485)
Financing for farmers		(1,028)	(11,083)
Repayment of lease liabilities		(37,709)	—
Proceeds from share capital increase		13,555	—
Issued capital		55	—
Proceeds from bonds issued		297,660	—
Transactions costs related to corporates bonds issue		(1,895)	—
Net cash generated by financing activities		225,708	29,702
Effects of exchange rate changes on the balance of cash held in foreign currencies		(1,586)	(600)
Net increase/(decrease) in cash and cash equivalents		290,787	(13,652)
Cash and cash equivalents, at the beginning of the year	8	76,417	90,069
Cash and cash equivalents, at the end of the year	8	367,204	76,417

For non-cash financing activities please see Note 8.

On behalf of the Board of Directors
Andrii Verevskyi
 Chairman of the Board of Directors

Anastasiia Usachova
 Director, Chief Financial Officer