



**USAID**  
FROM THE AMERICAN PEOPLE



# Корпоративное управление

Кому зеленый свет?



Октябрь 2011

## Обзор

На сегодняшний день рынок новых размещений гораздо более требователен, чем во времена зенита украинских IPO, когда достаточно было выполнить определенный перечень действий (проаудировать финансовую отчетность, подготовить проспект, провести роуд-шоу) и приготовиться нести чемоданы, полные наличных. Повышение запросов инвесторов сегодня привело к тому, что меньшее количество компаний способны пройти более пристальную оценку. И, как в классической настольной игре «Монополия», чтобы начать новый круг и успешно извлечь из рынка свои \$200 (а точнее, существенно больше), менеджмент компании должен разделять ценности качественного корпоративного управления и быть открытыми к диалогу с инвесторами.

Принимая во внимание вышеизложенное, мы возвращаемся к вопросу корпоративного управления в Украине, который мы рассматривали в предкризисных 2008 и 2007 годах. Для того, чтобы помочь институциональным инвесторам лучше понять риски инвестирования в украинские компании, мы возвращаем в наше исследование инструментарий оценки таких абстрактных категорий, как отношение к миноритарным акционерам, конфликты интересов и корпоративная репутация. Спектр украинских компаний все еще очень разнообразен. С одной стороны - новые игроки, установившие золотой стандарт, получив листинг в Варшаве и Лондоне, а с другой стороны - подконтрольные олигархам компании, акции которых привлеклись на рынок в процессе незатейливой скупки уже, казалось бы, столетия назад.

В первой части исследования мы оценили 114 украинских публичных компаний по 10 критериям, которые, по нашему мнению, определяют качественное корпоративное управление. В результате мы увидели, какие компании лидируют, а какие просто выживают.

Во второй части мы исследовали корпоративную структуру собственности, чтобы понять, важна ли она для качества корпоративного управления. Подсказка: важна!

В третьей части мы подтверждаем, что инвесторы поощряют компании с качественным корпоративным управлением (ростом цен акций) и наказывают нарушителей этих стандартов.

### Лидеры и аутсайдеры корпоративного управления в Украине

Топ-15 лидеров		Топ-15 аутсайдеров	
Астарта	Мегабанк	Никопольский завод ферросплавов	Запорожский коксохимический завод
Галнафтогаз	Милкиленд	Стахановский завод ферросплавов	Азовзагальмаш
JKX Oil&Gas	Агрохолдинг «Мрия»	Запорожский завод ферросплавов	Дакор
МХП	Regal Petroleum	Алчевский коксохимический завод	Мариупольский машиностроительный завод
Cadogan Petroleum	Sadovaya Group	ДМК им. Дзержинского	Сумское НПО им.М.В.Фрунзе
Ferrexpo	Sintal Agriculture	Донгормаш	УкрАвто
Хлебпром	TMM	Дружковский машиностроительный завод	Запорожсталь
МСВ Agricole	Недвижимость	Одессаоблэнерго	

# Содержание

<b>Обзор</b>	<b>2</b>
<b>Содержание</b>	<b>3</b>
<b>Часть I: Рейтинг корпоративного управления: Пристегните ремни!</b>	<b>4</b>
Наш подход к анализу корпоративного управления	4
Результаты рейтинга	7
Итоги оценки	10
Распределение по секторам	12
Разбивка по критериям	14
Будущее корпоративного управления в Украине	17
<b>Часть II: Корпоративная собственность: Кто у штурвала?</b>	<b>18</b>
Большая часть украинских предприятий принадлежит олигархам	18
Фавориты приватизации	18
Крупнейшие корпорации в ожидании IPO	19
Сращивание бизнеса и власти	19
Обзор ведущих бизнес-групп Украины	20
<b>Донецксталь</b>	21
<b>Энергетический Стандарт</b>	22
<b>Финансы и Кредит</b>	23
<b>Group DF</b>	24
<b>Интерпайп / EastOne</b>	25
<b>Индустриальный Союз Донбасса</b>	26
<b>НАК ЭКУ</b>	27
<b>Нафтогаз Украины</b>	28
<b>Приват</b>	29
<b>СКМ</b>	30
<b>TAS</b>	32
<b>Укрландфарминг</b>	33
<b>Укрпроминвест</b>	34
<b>Универсальная Инвестиционная Группа</b>	35
<b>VS Energy</b>	36
<b>Часть III: Корпоративное управление и Рынок акций</b>	<b>37</b>
Чемпионов корпоративного управления предпочитают неудачникам	37
Зарубежные листинги = выше оценки	38
Больше миноритариев – лучше корпоративное управление	38
<b>Приложения</b>	<b>39</b>
Приложение 1: Методология	39
Приложение 2: Сравнение с рейтингами 2008/2007 годов	41
Приложение 3: Законы, правила и требования листинга	42
Приложение 4: Оценка корпоративного управления в Украине	46
Приложение 5: Непринятый закон «О вытеснении миноритариев»	47
Приложение 6: Размещение акций украинских компаний	48
О Concorde Capital	49
Контакты	50

Фотография на обложке: Bill Selak, Creative Commons Attribution-NoDerivs License.  
Использовано с разрешения автора.

Ограничение ответственности: Данное исследование было совместно профинансировано в рамках гранта на развитие финансового сектора по программе PFS Агентства США по международному развитию (USAID). Мнения, представленные в этом исследовании являются мнениями аналитиков Concorde Capital и могут не отражать мнения представителей программы PFS и USAID.

# Часть I: Рейтинг корпоративного управления: Пристегните ремни!

## Наш подход к анализу корпоративного управления

### Цель

Главная цель этого отчета – предоставить инвесторам инструментарий, с помощью которого они смогут лучше понять практики корпоративного управления в украинских компаниях и принимать более обоснованные решения.

### Компоненты

Ключевые компоненты в оценке корпоративного управления, а именно: структура и обязанности наблюдательных советов, процессы принятия решений, управление рисками и система мотивации руководителей – все еще относительно неразвиты в Украине. Общий низкий уровень корпоративной зрелости и недостаток информации делают общеукраинское сравнение компаний по этим критериям практически невозможным.

В результате, мы сконцентрировались на 10 критериях корпоративного управления, которые, с нашей точки зрения, являются наиболее важными для инвесторов. Мы объединили эти критерии в 3 широкие категории: отчетность и раскрытие информации, соблюдение прав миноритариев, а также отношение к инвесторам. Наша методология базируется на наших работах по качеству корпоративного управления 2007 – 2008гг. и была специально разработана для сравнения компаний из различных сфер бизнеса.

Чтобы определить количество баллов по каждому критерию, мы используем несколько источников информации об украинских компаниях: общедоступные ресурсы (сайты, регулярные публикации, официальные государственные газеты и периодические издания), а также внутренние публикации (годовые отчеты, презентации). Во многих случаях мы общались с менеджментом компаний. Мы также полагались на мнение нашей команды аналитиков, используя их обширный опыт регулярного общения с представителями этих компаний.

#### Обзор компонентов

##### *Отчетность/Раскрытие информации*

- Доступность отчетности по МСФО
- Качество укр. финансовой отчетности
- Раскрытие структуры собственников
- Раскрытие корпоративной структуры

##### *Права миноритарных акционеров*

- Риск размытия доли миноритариев
- Наличие институциональных инвесторов
- Стратегические риски

##### *Связи с инвесторами*

- Доступность контакта с менеджментом
- Уровень публичности
- Вэб-сайт

*Примечание: полное описание рейтинговой методологии и определений в Приложении 1*

## Руководство по оценке

По каждому из приведенных критериев все компании получали 0 либо 1 балл, которые, в зависимости от компонента, примерно соответствуют высокому риску/плохим результатам и низкому риску/удовлетворительным результатам. Мы просуммировали результаты по каждой категории и получили оценку качества корпоративного управления по шкале от 0 до 10 баллов. Исходя из этой оценки мы присвоили один из пяти рейтингов согласно следующей таблице.

### Руководство по оценке

<i>Рейтинг</i>	<i>Баллы</i>	<i>Описание типичной компании</i>
Высокий уровень (Q)	9-10	Доступна отчетность согласно МСФО, высокое качество финансовой отчетности по НСБУ, прозрачная корпоративная структура и структура собственности, низкие риски для миноритарных акционеров, хорошие связи с инвесторами
Выше среднего (AA)	7-8	Ограниченная доступность МСФО отчетности, высокое качество финансовой отчетности по НСБУ, прозрачная корпоративная структура и структура собственности, низкие риски для миноритарных акционеров, хорошие связи с инвесторами
Средний (A)	5-6	Отсутствие МСФО отчетности, качественная отчетность по НСБУ, высокая степень раскрытия информации, низкий риск размытия доли миноритарных акционеров, невысокая доля институциональных инвесторов, средний уровень стратегических рисков, затрудненные связи с инвесторами
Ниже среднего (BA)	4	Отсутствие МСФО отчетности, недостаточное качество отчетности по НСБУ, ограниченное раскрытие информации, незначительный риск размытия, отсутствие институциональных инвесторов, стратегические риски, низкий уровень связей с инвесторами
Низкий	0-3	Отсутствие МСФО отчетности, низкое качество отчетности по НСБУ, ограниченное раскрытие информации, риск размытия, отсутствие институциональных инвесторов, стратегические риски, низкий уровень связей с инвесторами

*Примечание: полное описание рейтинговой методологии и определений в Приложении 1*

## Область исследования

В этом году мы оценили 114 компаний из основных секторов украинской экономики и несколько компаний, чьи акции торгуются за рубежом. Нынешний список короче предыдущего, в 2008 году мы оценивали 175 компаний. В результате финансового кризиса ликвидность акций многих компаний сильно сократилась и они были исключены из рейтинга, так как мы не считаем инвестиции в эти бумаги целесообразными. Еще одна причина для исключения из нашего списка - это прекращение котировок акций компании, банкротство, слияние. С другой стороны, после публичных размещений девять новых компаний впервые получили оценку и рейтинг качества корпоративного управления (см. Список размещений активов украинскими компаниями в Приложении 6).

## Отличия от предыдущих исследований

Колоссальные перемены в инвестиционном мире по сравнению с 2008 годом и отзывы о наших предыдущих отчетах побудили нас пересмотреть систему подсчета баллов. В этом году мы не присуждали негативные оценки, только 0 или 1 балл, что соответствует высокому или низкому риску. Эта упрощенная система была разработана для большей доступности и устранения элементов субъективности.

Общие компоненты рейтинга не изменились, но мы устранили две подкатегории - программы депозитарных расписок и планы размещения на бирже, которые, по нашему мнению, не являются критичными для корпоративного управления. Мы объединили риск субоптимальных бизнес-решений и наличие корпоративных конфликтов в единый компонент стратегического риска и добавили такой важный критерий, как корпоративная структура. Кроме того, мы увеличили пороговое значение показателя "существенная доля собственности институциональных инвесторов" с 3% до 10%.

## Результаты рейтинга

Компания	Тиккер	2011 Рейтинг	2008 Рейтинг	Отчетность/Раскрытие информации					Права миноритарных акционеров			Связи с инвесторами			2011 Итого
				Наличие отчетности по МСФО	Качество укр. фин. отчетности	Структура собственности	Корпоративная структура	Риск размытия доли миноритариев	Институциональные инвесторы	Стратегические риски	Доступность менеджмента	Уровень публичности	Вэбсайт		
Астарта	AST PW	Q	Q	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Галнафтогаз	GLNG UK	Q	Q	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
JKX Oil & Gas	JKX LN	Q	Q	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Мироновский хлебопродукт	MHPC LI	Q	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Cadogan Petroleum	CAD LN	Q	-	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	9
Ferrexpo	FXPO LN	Q	Q	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	9
Хлебпром	HLPR UK	Q	A	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	9
MCB Agricole	4GW1 GR	Q	AA	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	9
Мегабанк	MEGA UK	Q	AA	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	9
Милкиленд	MLK PW	Q	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	9
Агрохолдинг «Мрия»	MAYA GR	Q	-	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	9
Regal Petroleum	RPT LN	Q	Q	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	9
Sadovaya Group	SGR PW	Q	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	9
Sintal Agriculture	SNPS GR	Q	-	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	9
TMM Недвижимость	TR61 GR	Q	Q	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	9
Агротон	AGT PW	AA	-	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	8
Авангард	AVGR LI	AA	-	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	8
Банк Форум	FORM UK	AA	Q	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	8
Дарница	4S11 GR	AA	A	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	8
KDD Group	KDDG LN	AA	Q	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	8
Кернел	KER PW	AA	Q	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	8
Landkom	LKI LN	AA	AA	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	8
Ukrproduct Group	UKR LN	AA	Q	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	8
Укрсоцбанк	USCB UK	AA	Q	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	8
Украинский медиа холдинг	A65 GR	AA	-	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	8
СК «Универсальная»	SKUN UK	AA	Q	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Азовсталь	AZST UK	AA	AA	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	7
Богдан Моторз	LUAZ UK	AA	Q	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	7
Центральный ГОК	CGOK UK	AA	BA	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	7
Харцызский трубный завод	HRTR UK	AA	AA	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	7
Северный ГОК	SGOK UK	AA	A	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	7
Райффайзенбанк Аваль	BAVL UK	AA	AA	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	0	7
Славутич	SLAV UK	AA	AA	0	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	7
XXI Century Investments	XXIC LN	AA	Q	1	1	1	0	0	1	0	0	1	1	1	7
Aisi Realty	AISI LN	A	Q	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	1	6
АрселорМиттал Кривой Рог	KSTL UK	A	AA	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1	0	6
Фармак	FARM UK	A	P	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	6
Хмельницкоблэнерго	HMON UK	A	AA	0	1	1	1	1	1	0	1	0	0	1	6



Компания	Тиккер	2011 Рейтинг	2008 Рейтинг	Отчетность/Раскрытие информации					Связи с инвесторами			Права миноритарных акционеров			2011 Итого	
				Наличие отчетности по МСФО	Качество укр. фин. отчетности	Структура собственности	Корпоративная структура	Доступность менеджмента	Уровень публичности	Вэбсайт	Риск размытия доли миноритариев	Институциональные инвесторы	Стратегические риски			
Прикарпатьеоблэнерго	PREN UK	A	A	0	1	0	1	1	0	1	0	1	1	1	1	6
Sun InBev Ukraine	SUNI UK	A	A	0	1	1	1	1	0	1	0	1	0	1	0	6
Турбоатом	TATM UK	A	A	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	6
Авдеевский Коксохимический завод	AVDK UK	A	A	0	0	1	0	1	0	1	1	0	1	0	1	5
АвтоКраз	KRAZ UK	A	A	0	0	1	0	1	0	1	1	0	1	0	1	5
Центрэнерго	CEEN UK	A	AA	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	5
Черновцыоблэнерго	CHEN UK	A	P	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	5
Creativ Group	CRGR UK	A	Q	0	1	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	5
Днепрэнерго	DNEN UK	A	A	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	5
Днепрооблэнерго	DNON UK	A	A	0	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	5
Донбасэнерго	DOEN UK	A	AA	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	5
Харьковоблэнерго	HAON UK	A	AA	0	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	5
Крымэнерго	KREN UK	A	A	0	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	5
Лугансктепловоз	LTPL UK	A	A	0	1	1	1	1	0	0	1	0	1	0	0	5
Мостобуд	MTBD UK	A	A	0	1	1	0	1	0	1	1	0	1	0	1	5
Мотор Сич	MSICH UK	A	AA	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0	1	5
Новосмоковский трубный завод	NVTR UK	A	AA	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	5
Нижнеднепровский трубный завод	NITR UK	A	A	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	5
Южный ГОК	PGZK UK	A	A	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	5
Винницаоблэнерго	VIEN UK	A	A	0	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	5
Волыньоблэнерго	VOEN UK	A	A	0	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	5
Закарпатьеоблэнерго	ZOEN UK	A	A	0	1	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	5
Запорожтрансформатор	ZATR UK	A	A	0	0	1	0	1	0	1	1	0	1	0	1	5
Черкасыоблэнерго	CHON UK	BA	P	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
Черниговоблэнерго	CHEON UK	BA	BA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
ДМЗ им. Петровского	DMZP UK	BA	BA	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
Донецкоблэнерго	DOON UK	BA	P	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
Комсомолец Донбаса	SHKD UK	BA	A	0	1	1	0	1	0	0	1	0	0	1	0	4
Крымсода	KSOD UK	BA	A	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
Крюковский вагоностроительный завод	KVBZ UK	BA	A	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
Киевэнерго	KIEN UK	BA	A	0	1	0	0	1	0	0	1	0	1	1	1	4
Киевмедпрепарат	KMED UK	BA	A	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	4
Львовоблэнерго	LVON UK	BA	BA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
ММК Ильича	MMKI UK	BA	BA	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	4
ПЭС-Энергоуголь	ENUG UK	BA	BA	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	4
Полтавооблэнерго	POON UK	BA	BA	0	1	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4
Стахановский вагоностроительный завод	SVGZ UK	BA	A	0	0	1	1	1	0	0	1	0	1	0	0	4
Стирол	STIR UK	BA	AA	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	4



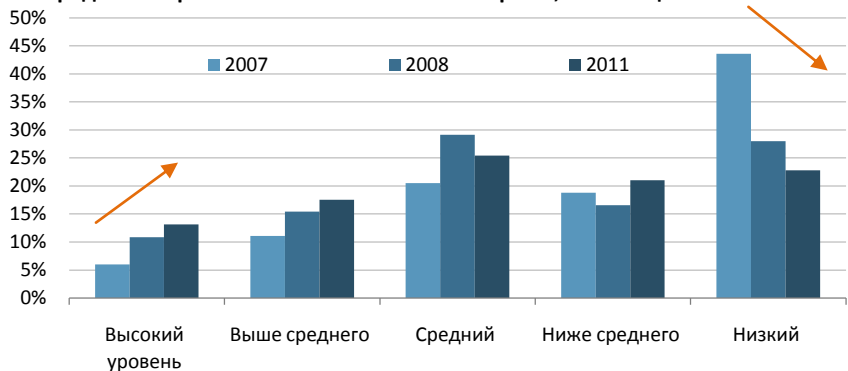
Компания	Тиккер	2011 Рейтинг	2008 Рейтинг	информации					инвесторами			миноритарных акционеров			2011 Итого
				Наличие отчетности по МСФО	Качество укр. фин. отчетности	Структура собственности	Корпоративная структура	Доступность менеджмента	Уровень публичности	Вебсайт	Риск размытия доли миноритариев	Институциональные инвесторы	Стратегические риски		
Тернопольоблэнерго	TOEN UK	BA	P	0	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0	4
Укрнафта	UNAF UK	BA	A	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	4
Укррос	UROS UK	BA	A	0	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	4
Укртелеком	UTLM UK	BA	AA	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	1	4
Ясиновский коксохимический завод	YASK UK	BA	A	0	0	1	1	1	0	0	1	0	0	0	4
Енакиевский металлургический завод	ENMZ UK	BA	A	0	0	1	0		0	1	0	0	0	1	4
Захидэнерго	ZAEN UK	BA	AA	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	4
Запорожьеоблэнерго	ZAON UK	BA	P	0	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0	4
Житомороблэнерго	ZHEN UK	BA	A	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1	4
Алчевский металлургический комбинат	ALMK UK	P	BA	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	3
Днепрошина	DNSH UK	P	A	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	3
Днепрспецсталь	DNSS UK	P	A	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	3
Херсонооблэнерго	HOEN UK	P	P	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	3
Кировоградоблэнерго	KION UK	P	BA	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	3
Корюковская фабрика технических бумаг	KFTP UK	P	P	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	3
Никопольский завод ферросплавов	NFER UK	P	P	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	3
Оранта	SORN UK	P	A	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	3
Севастопольоблэнерго	SMEN UK	P	BA	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	3
Шахтоуправление "Покровское"	SHCHZ UK	P	A	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	3
Стахановский завод ферросплавов	SFER UK	P	BA	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	3
Сумынасосэнергомаш	SNEM UK	P	BA	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	3
Світло шахтаря	HMBZ UK	P	A	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	3
Судостроительный завод «Залив»	SZLV UK	P	A	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	3
Запорожский завод ферросплавов	ZFER UK	P	BA	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	3
Алчевский коксохимический завод	ALKZ UK	P	BA	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2
ДМК им. Дзержинского	DMKD UK	P	P	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2
Одессаоблэнерго	ODEN UK	P	P	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	2
Полтавский ГОК	PGOK UK	P	A	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2
Retail Group	RTGR UK	P	AA	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Запорожский коксохимический завод	ZACO UK	P	BA	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2
Азовзагальмаш	AZGM UK	P	A	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Дакор	DAKOR UK	P	A	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
Донгормаш	DGRM UK	P	P	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Дружковский машиностроительный завод	DRMZ UK	P	BA	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Мариупольский завод тяжелого машиностроения	MZVM UK	P	A	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Сумское НПО им.М.В.Фрунзе	SMASH UK	P	A	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Укравто	AVTO UK	P	BA	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
Запорожсталь	ZPST UK	P	P	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1

## Итоги оценки

### Долгосрочный прогресс по всем направлениям

Общей тенденцией является бесспорное улучшение качества корпоративного управления украинских публичных компаний. За три последних исследования мы наблюдали устойчивый рост числа компаний с качественным корпоративным управлением и одновременное падение количества неудовлетворительных рейтингов. Стоит отметить, что во время исследования 2007 года компаний-лидеров по качеству корпоративного управления было в два раза меньше, а аутсайдеров - в два раза больше.

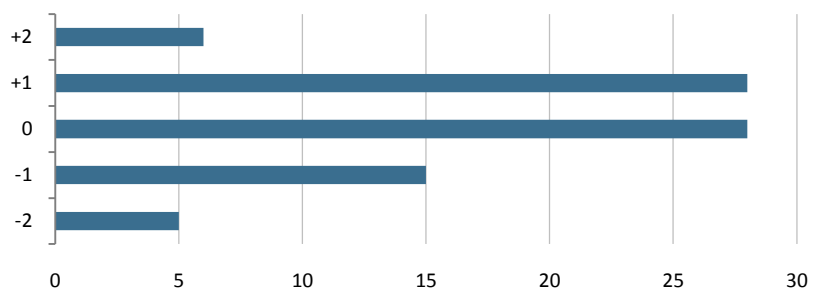
#### Распределение рейтингов компаний по категориям, % от общего к-ва компаний



Источник: Concorde Capital

Проанализировав 82 компании, представленные во всех трех исследованиях, следует отметить улучшение качества корпоративного управления за последние четыре года. Тем не менее, тенденция далеко не универсальна, так как 28 компаний не улучшили рейтинг по сравнению с 2007 годом.

#### Количество компаний, изменивших категорию рейтинга, 2011 против 2007



Источник: Concorde Capital

### Новички в исследовании выше среднего

Эволюция украинской корпоративной культуры является не следствием трансформации в существующих публичных компаниях, а скорее результатом притока новых игроков. Последствия кризиса 2008 года показали, что только сильнейшие компании оказались успешными в привлечении капитала в условиях повышенных требований инвесторов. От новых игроков на рынке инвесторы требовали высоких стандартов корпоративного управления.

Девять новых компаний, добавленных в исследование после первичного размещения, показали средний результат в 8,7 баллов по десятибалльной шкале. Отметим, что этот результат выше среднего балла по всем

компаниям, который составил 5,2. Две трети из них получили самую высокую оценку - Высокий уровень (Q). Примечательно, что подавляющее число новичков выбрали для IPO площадки Варшавы или Лондона.

#### Рейтинг дебютантов 2011 года

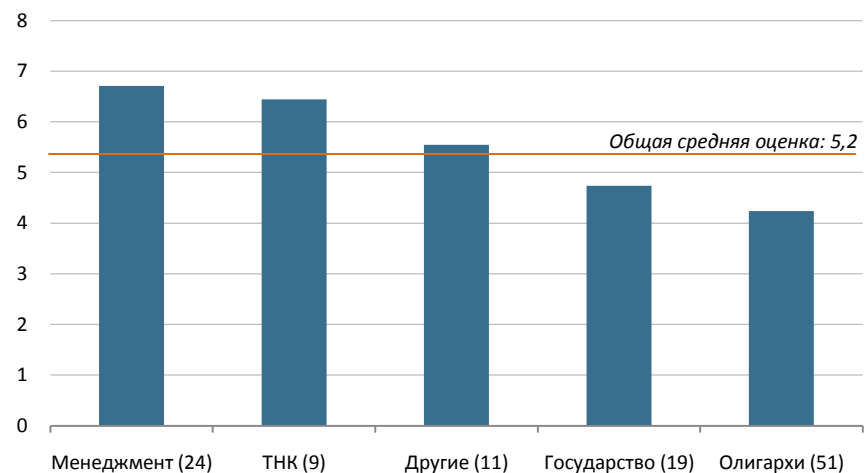
Компания	Дата листинга	Место размещения	Оценка	Рейтинг
Мироновский Хлебопродукт	Май 2008	LSE	10	Q
Милкиленд	Декабрь 2010	WSE	9	Q
Агрохолдинг «Мрия»	Июнь 2008	FSE	9	Q
Cadogan Petroleum	Июнь 2008	LSE	9	Q
Sadovaya Group	Декабрь 2010	WSE	9	Q
Sintal Agriculture	Август 2008	FSE	9	Q
Авангард	Май 2010	LSE	8	AA
Агротон	Ноябрь 2010	WSE	8	AA
Украинский медиа холдинг	Май 2008	FSE	8	AA

Источник: Concorde Capital

### Подконтрольность олигархам увеличивает риски

Мы продолжаем наблюдать значительное влияние структуры собственности на корпоративное управление. Активы украинских олигархов получили самый низкий средний балл - всего 4,4. Между тем, у компаний, принадлежащих менеджменту и транснациональным корпорациям, дела обстоят значительно лучше - их средний балл для каждой группы составил 6,7 и 6,4 соответственно. Подробнее читайте в Части II нашего доклада.

#### Средняя оценка компаний по категориям собственности

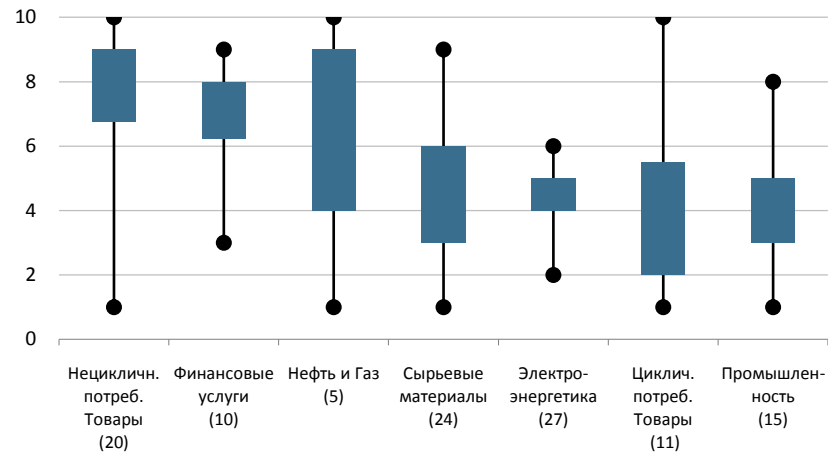


Примечание: Число в скобках указывает на количество компаний в данной категории права собственности  
 Источник: Concorde Capital

## Распределение по секторам

Лучшими среди лидеров корпоративного управления оказались компании в секторах потребительских товаров и финансов. Также эти компании были самыми активными на международных рынках капитала с точки зрения размещений акций и облигаций за последние годы. В тоже время, ключевые для украинской экономики промышленные и сырьевые компании отстают от лидеров.

### Квартили распределения оценок по сектору



Примечание: точками отмечены самые высокие и самые низкие показатели в каждом из секторов. Столбцы указывают на диапазон, в котором были оценены 50% компаний в этом секторе. Число в скобках указывает количество компаний, рассмотренных в каждом секторе.

Источник: Concorde Capital

### Нециклические потребительские товары

В этом году сектору потребительских товаров, а особенно продуктов питания, удалось установить золотой стандарт корпоративного управления. Две компании в этой отрасли заслужили самые высокие оценки - Астарта и Мироновский хлебопродукт. Все за исключением пяти компаний в этой группе получили оценку Высокий уровень (Q) или Выше среднего (AA). За последние годы этот сектор вызывал повышенный интерес со стороны инвесторов, в нем широко представлены компании, имеющие листинг на зарубежных площадках, в основном в Лондоне и Варшаве.

### Финансовые услуги

Сектор финансовых услуг незначительно отстает от потребительских товаров. Уже на протяжении нескольких лет этот сектор остается лидером корпоративного управления несмотря на то, что он больше всех пострадал от финансового кризиса. Банки и девелоперские компании, заняли лидирующие позиции во многих категориях, в том числе в категории «связи с инвесторами». Стоит отметить, что этот сегмент имеет высокую долю международного и рыночно-ориентированного менеджмента (Форум, Укрсоцбанк и Райффайзен Банк Аваль, ТММ, Мегабанк).

### Нефть и газ

Компании нефтегазового сектора охватывают весь диапазон оценок корпоративного управления. Все компании, торгующиеся на Лондонской бирже (JKX, Cadogan и Regal) получили оценку Высокий уровень (Q). За ними следует Укрнафта, получившая в этом году оценку Ниже среднего (BA). Несмотря на это у компании есть потенциал к улучшению рейтинга корпоративного управления после назначения этой весной нового исполнительного директора и компромисса главных акционеров, группы «Приват» и государства, по поводу будущего компании.

### Сырьевые материалы

Более половины входящих в этот сектор компаний металлургической, горнодобывающей и химической отраслей получили оценки Ниже среднего (BA) или Неудовлетворительно (P). У компаний этого сектора очень слабые коммуникации с инвесторами. Львиная доля активов в этом сегменте находится в собственности олигархов. Только две компании, торгующиеся за рубежом, Ferrexpo и Sadovaya Group, были на голову выше остальных: создали информативные для инвесторов веб-сайты и единственные опубликовали отчетность по МСФО.

### Электроэнергетика

Оценки компаний энергетического сектора сконцентрировались вокруг среднего балла. Это объясняется наличием значительной доли государственной собственности в этих компаниях. Тем не менее, благодаря устранению нынешним правительством препятствий для приватизации, эта тенденция, скорее всего, поменяется с приходом новых владельцев. Аналогично сектору сырьевых материалов, компании электроэнергетики получили низкий балл в категории «связи с инвесторами»; также нами не было выявлено ни одной компании в секторе, которая публикует отчетность согласно МСФО.

### Циклические потребительские товары

Галнафтогаз и Богдан Моторс выделяются в этом секторе как примеры открытого менеджмента и активных связей с инвесторами. Остальные производители авто- и железнодорожной продукции продемонстрировали низкий уровень корпоративного управления, особенно с точки зрения стратегических рисков, особенно риска размытия доли миноритариев.

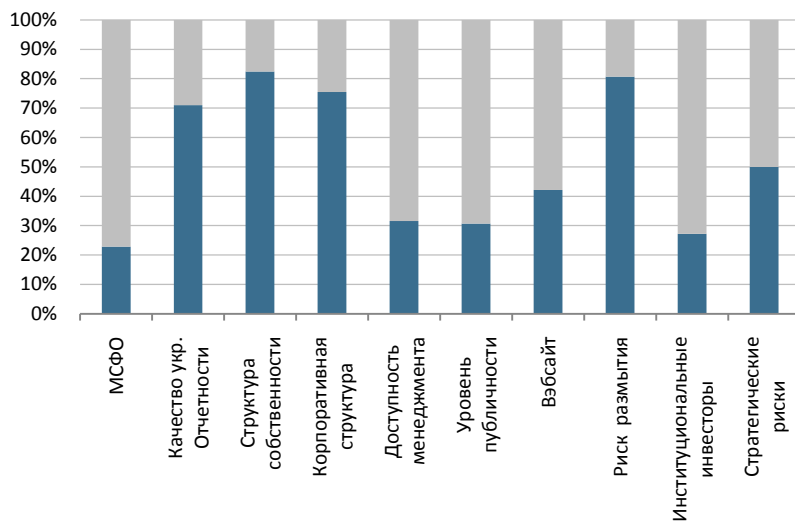
### Промышленность

Все промышленные компании получили средний или ниже среднего балл рейтинга. Это единственный сектор, кроме электроэнергетики, в котором ни одна компания не достигла уровня 6 баллов. Промышленные компании характеризуются низким уровнем раскрытия корпоративной структуры, слабым вниманием к связям с инвесторами, низкой долей институциональных инвесторов и высокими стратегическими рисками. Интересно отметить, что в то время как активы СКМ, находящиеся в ДТЭКе (энергетика) и Метинвесте (металлы и добыча), молниеносно повышают свои оценки, все предприятия шахтного машиностроения в холдинге «Горные машины» получили низкий рейтинг (например, «Свитло шахтаря», Дружковский машиностроительный завод и Донгормаш).

## Разбивка по критериям

Мы определили критерии, по которым большинство перечисленных украинских компаний преуспели либо потерпели неудачу. В целом, качество финансовой отчетности по украинским стандартам бухгалтерского учета было удовлетворительным, как и раскрытие собственности и корпоративной структуры. Но у подавляющего большинства украинских эмитентов мы отметили трудности со связями с инвесторами. Только около трети из них получили положительные оценки в каждом из трех компонентов категории «связи с инвесторами». А самым большим разочарованием стал высокий уровень стратегических рисков, связанных с инвестированием в украинские корпорации.

### Процент положительных и нулевых оценок по каждому критерию



*Примечание: серые полосы - процент нулевой оценки; синие полосы - положительные оценки. Полное описание рейтинговой методологии и определений в Приложении 1  
 Источник: Concorde Capital*

## Доступность отчетности по МСФО

В начале мая Украина сделала значительный шаг на встречу принятия международных стандартов финансовой отчетности. Украинский парламент принял закон, обязывающий государственные компании, банки и страховые компании предоставлять годовые отчеты по МСФО, начиная с 1 января 2012 года. Новый закон отражает результаты долгих лет дискуссий о постепенном переходе на МСФО (соответствующая программа была начата Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку в 2007 году). Подобные процессы проходят и в Российской Федерации – в апреле Президент Дмитрий Медведев объявил о том, что годовая отчетность по МСФО станет обязательной для российских публичных акционерных компаний уже с 2012 года.

Только 26 украинских компаний публикуют финансовые отчеты по МСФО. Все они, за исключением банков и Галнафтогаза, котируются на международных биржах. Таким образом, обязательный переход компаний, торгующихся в Украине, на МСФО станет драйвером прозрачности финансовой отчетности в стране. В то же время мы отмечаем возможные задержки со внедрением закона, связанные с необходимостью подготовки и обновления системы внутренней отчетности.

## Украинская финансовая отчетность

Наша команда аналитиков оценила общее качество финансовой отчетности по украинскими стандартами как удовлетворительное. Тем не менее, у 29% рассмотренных компаний мы отметили признаки манипуляций бухгалтерской информацией или другие несоответствия, делающие отчеты непригодными для анализа. Следует отметить, что из 33 компаний с сомнительными практиками бухгалтерского учета, олигархам принадлежат 26. Кроме того, 27 из этих компаний работают в отрасли сырьевых материалов или промышленного производства.

## Собственность и корпоративная структура

Раскрытие информации о владельцах, корпоративной структуре, отношениях между главной и дочерними компаниями, данных об основных активах и лицензиях публично торгующиеся украинские компании в целом находятся на высоком уровне. Большинство компаний со слабыми оценками в этих категориях представляли машиностроение: Мотор Сич, Сумы Насосэнергомаш и Свитло Шахтаря

## Риск размытия доли миноритариев

На ранних стадиях развития рынка доли миноритарных акционеров находились под угрозой размытия со стороны мажоритариев. Сейчас значительная часть компаний (92) характеризуется низким риском размытия. Некоторые из компаний в прошлом систематически пренебрегали правами миноритариев, и мы не можем исключить повторение такого рода нарушений на Запорожстали, Запорожском и Алчевском коксохимических заводах, УкрАвто. 14 из 22 компаний (64%), получивших нули в этой категории, принадлежали олигархам.

## Наличие институциональных инвесторов

Мы считаем, что существенная доля собственности институциональных инвесторов дисциплинируют менеджмент и способствуют улучшению практик корпоративного управления. Статья «Путешествует ли корпоративное управление по всему миру?» Аггарвол, Эрель, и др. в журнале «Финансовая экономика» подтверждает положительное влияние портфельных инвесторов на вопросы корпоративного управления в 23 странах мира. По нашим данным, украинские компании со значительной долей институциональных инвесторов (3% и более) имели более высокий средний балл, чем компании с низкой долей институциональных инвесторов - 7,7 против 4,2.

## Стратегические риски

В этом году мы объединили в одну категорию различные типы серьезных стратегических рисков, которые в 2008 и 2007 годах учитывались отдельно. Эта категория объединяет риски трансфертного ценообразования, вывода активов, сомнительных приобретений и продажи активов, а также корпоративные конфликты с конкурирующими бизнес-группами, миноритарными акционерами и регулируемыми органами. Мы были разочарованы высоким уровнем стратегических рисков в 50% корпораций в нашем исследовании. Слабые рейтинги в этой категории получили компании с запятанным прошлым (например, компании группы "Приват"), девелоперы недвижимости (например, KDD Group, XXI век) и компании, подвергающиеся сильному государственному регулированию (например, нефть и газ, электроэнергетика).



## Открытость менеджмента

Менеджмент типичной украинской компании по-прежнему недоступен для инвесторов. Большинство компаний, которые регулярно организывают конференц-звонки и осмотры своих объектов, а также участвуют в отраслевых мероприятиях, торгуются на зарубежных биржах. Но среди них есть и несколько местных «звезд». Мы положительно оценили усилия Метинвеста в налаживании диалога с инвесторами и аналитиками при обсуждении стратегии их деятельности. Около половины украинских компаний, принадлежащих менеджменту, преуспели в этой области, в том числе Астарта, МХП, Милкиленд, Агрохолдинг «Мрия», ТММ, Мегабанк и Дарница. После публично-доступной отчетности МСФО, это второй наиболее проблематичный критерий для украинских корпораций.

## Уровень публичности

Репутация в глазах инвестиционного сообщества и широкой общественности лежит в основе успешного корпоративного управления. Не удивительно, что большинство компаний с хорошей репутацией так же преуспели в нашем рейтинге, благодаря пресс-релизам, комментариям в средствах массовой информации, рассылкам и информационным бюллетеням. Среди отечественных компаний в этой области преуспели Галнафтогаз, Хлебпром, банк «Форум», Богдан Моторс и Азовсталь.

## Вэб-сайт

Наши исследования показали, что хотя у большинства украинских компаний есть сайты, на них недостаточно информации, необходимой инвесторам (структуры собственности или финансовых отчетов). Нередко можно найти сайты, которые не обновлялись должным образом после нескольких месяцев бурной активности в начале или середине 2000-х годов. А некоторые содержали недостаточно новостей о деятельности владельцев и менеджмента. Кроме компаний с оценкой «Высокий уровень» и банков, мы обнаружили ряд приятных исключений, таких как Укррос, Судостроительный завод «Залив» и Турбоатом.

## Будущее корпоративного управления в Украине

Мы выделили четыре основные тенденции, которые могут в ближайшем будущем оказать позитивное влияние на развитие корпоративного управления в Украине.

- **Переход на МСФО.** Отчетность по МСФО компаний, торгующихся в Украине, сейчас является редкостью, но ситуация изменится с принятием правительством нормы об обязательной ежегодной отчетности по МСФО начиная с 2012 года. Мы ожидаем, что возникнут задержки с внедрением и фактическим соблюдением этого закона из-за необходимости обновления корпоративной системы внутреннего учета. Но даже постепенное повышение доступности МСФО отчетности будет существенным шагом вперед.
- **Приток новых качественных участников рынка.** В 2011-12 годах мы, вероятно, будем и дальше наблюдать медленный, но стабильный приток на биржу качественных эмитентов, а также отсутствие среди них больших бизнес-групп, как это было в 2010 году. Новые участники рынка будут и далее поддерживать высокие стандарты корпоративного управления.
- **Изменения в структуре собственности.** Украинское правительство постепенно предпринимает меры, направленные на приватизацию ключевых активов. После приватизации оператора связи Укртелеком в марте 2011 года реализуются планы продажи предприятий энергетики. Скорее всего, в 2011 году мы увидим, как комфортные механизмы приватизации сработают в пользу дружественных правительству бизнес-групп, как в случае с приватизацией СКМом Днепроэнерго и Западэнерго.
- **Неравномерное государственное вмешательство.** Недавние попытки нерыночного регулирования экономики Кабинетом министров и другими государственными органами вызвали гнев бизнес-сообщества и международных организаций. Среди них: квотирование экспорта зерна, провалившийся закон, позволяющий вытеснять миноритарных акционеров из капитала компании (см. Приложение 5) и планы по созданию единого государственного депозитария ценных бумаг. С другой стороны, в Украине всегда не хватало политической воли для принятия обязательных стандартов корпоративного управления, и мы не ожидаем изменений этой ситуации в ближайшем будущем.

## Часть II: Корпоративная собственность: Кто у штурвала?

### Большая часть украинских предприятий принадлежит олигархам

Мы считаем, что стандарты корпоративного управления зависят от мажоритарных акционеров. Так называемые «олигархи» уже давно имеют значительное влияние на политику и экономику Украины. Они являются доминирующей силой в украинской корпоративной культуре, коллективно являясь собственниками более половины компаний в нашем отчете. Более того, у группы «Олигархи» самый низкий средний рейтинг корпоративного управления. Они осуществляют реальный контроль над компанией, в то время как полномочия менеджмента часто являются номинальными.

#### Структура мажоритарных акционеров украинских компаний

Тип	# количество предприятий с мажоритарной долей	% мажоритарного контроля, всего	Средняя оценка корпоративного управления
Менеджмент	24	21,1%	6,7
ТНК	9	7,9%	6,4
Прочие	11	9,6%	5,5
Государство	19	16,7%	4,7
Олигархи	51	44,7%	4,2
<b>Всего</b>	<b>114</b>	<b>100,0%</b>	<b>5,2</b>

*Приметка: Таблица включает 114 предприятий, получивших рейтинг корпоративного управления в нашем исследовании*

*Источник: Concorde Capital*

### Фавориты приватизации

Государственный бюджет Украины 2011 года предполагает дефицит размером в 38.8 млрд грн (4.9 млрд долл), около 10 млрд грн которого будет погашено за счет поступлений от приватизации. Для этого, в первый раз за много лет, правительство не только выполнило свой план, но и сделало это уже в первом квартале 2011 года. 11 марта 2011 Фонд государственного имущества наконец разрешил приватизацию 92.8% акций государственного оператора связи Укртелеком. Единственным участником декабрьского аукциона была австрийская фирма Eris, купившая Укртелеком за 10.6 млрд. грн. (1.3 млрд долл), поставив точку в 12-летних разговорах о его продаже. Несмотря на то, что покупатель настаивает на своей независимости, сделку окружают слухи о том, что Eris действовал от имени неких олигархов.

После продажи Укртелекома Президент Украины Виктор Янукович призвал правительство осуществить более амбициозную программу приватизации, несомненно касающуюся предприятий энергетики, где правительство по-прежнему остается важным игроком. Ожидается, что следующими крупными активами станет Западэнерго и Днепрэнерго, объявление о приватизации которых ожидается в третьем квартале 2011 года. В этом году также планируется приватизация государственных пакетов акций в ряде облэнерго. По мнению нашего секторного аналитика, скорее всего эти компании будут приватизированы крупными украинскими бизнес-группами.

## Крупнейшие корпорации в ожидании IPO

До начала финансового кризиса отечественные бизнес-группы активно готовились к выходу на международные рынки капитала. Размещение компании Ferrexpo, входящей в группу «Финансы и Кредит», на основной площадке Лондонской фондовой биржи в июне 2007 года остается крупнейшим украинским IPO. Следом за Ferrexpo другие крупные отечественных бизнес-группы, а именно Интерпайп и Метинвест, также собирались объявить о планах размещения. Но когда нагрянул финансовый кризис, поток размещений практически иссяк (см. Приложение 6 «Список размещений акций украинскими компаниями»), в связи с чем активы, принадлежащие олигархам, так и остались под их полным контролем.

Несколько крупных корпораций утверждают, что в среднесрочной перспективе они планируют выходить на мировые фондовые рынки. Несмотря на всплеск заявлений о планах размещения в 2011 году, мы ожидаем стабильный поток небольших качественных эмитентов, а не крупных бизнес-групп (как это было в 2010 году).

## Сращивание бизнеса и власти

В Украине бизнес и политика часто идут рука об руку. На протяжении многих лет богатейшие бизнесмены Украины непосредственно участвовали в работе правительства. Их привлекали контроль над ключевыми законодательными рычагами, возможность управлять государственными заказами и денежными потоками, иммунитет от уголовного преследования. Казалось бы тенденциями клептократии в украинской власти никого не удивишь, но общественные организации, мониторящие действия власти, отмечают существенный прирост активов высокопоставленных чиновников в 2010 году.

### Представители власти среди 50 наиболее богатых людей в Украине

<i>Имя</i>	<i>Активы в 2010 (против. 2009)</i>	<i>Бизнес группа</i>	<i>Государственная должность</i>
Ринат Ахметов	15,6 млрд. долл. - #1 (7,5 млрд. долл.)	СКМ	Депутат парламента(ПР)
Константин Жеваго	2,7 млрд. долл. - #6 (1,3 млрд. долл.)	Финансы и Кредит	Депутат парламента(БЮТ)
Василий Хмельницкий	1,2 млрд. долл. - #18 (439 млрд. долл.)	Киевская инвестиционная группа	Депутат парламента(ПР)
Андрей и Сергей Ключевы	900 млн. долл. - #25 (384 млн. долл.)	Укрподшипник	Министр эк. разв. / Депутат парламента (ПР)
Александр Савчук	868 млн. долл. - #28 (126 млн. долл.)	Азовмаш	Депутат парламента(ПР)
Вячеслав Богуслаев	845 млн. долл. - #29 (282 млн. долл.)	Мотор Сич	Депутат парламента(ПР)
Сергей Тигипко	796 млн. долл. - #30 (572 млн. долл.)	ТАС груп	Вице премьер-министр соц.-эк. политики
Григорий Скударь	446 млн. долл. - #41 (296 млн. долл.)	Новокраматорский машиностроительный	Депутат парламента(ПР)
Александр Слободян	440 млн. долл. - #41 (220 млн. долл.)	Оболонь	Депутат парламента(ПР)
Валерий Хорошковский	430 млн. долл. - #42 (357 млн. долл.)	Интер Медиа Груп	Глава службы безопасности Украины
Сергей и Александр Буряк	382 млн. долл. - #45 (360 млн. долл.)	Брокбизнесбанк	Александр: Депутат парламента(БЮТ)
Александр Фельдман	380 млн. долл. - #46 (266 млн. долл.)	АВЕК холдинг	Депутат парламента(БЮТ)

Источник: Журнал «Фокус» (март 2011), Кабинет министров Украины, Верховна Рада Украины, Concorde Capital

Известны и случаи, когда олигархи четко разделяли бизнес и политику. Виктор Пинчук, владеющий Интерпайпом, покинул парламент в 2006 году после восьми лет работы депутатом. Олег Бахматюк, владелец Укрландфарминг, и Виталий Антонов, владелец Универсальной инвестиционной группы – олигархи, которые, по нашим данным, несвязанны с какой-либо крупной политической силой.

## Обзор ведущих бизнес-групп Украины

Мы рассматриваем украинские бизнес-группы и государственные холдинги, активы которых представлены на фондовом рынке. Мы полагаемся на наши знания фондового рынка и общение с представителями компаний. Мы основываем наши описания как на публично доступных данных, так и на информации, эксклюзивно доступной Concorde Capital благодаря аналитикам и контактам на рынке. Мы считаем, что информация, размещенная ниже, отражает точную структуру украинских бизнес-групп.

### Крупнейшие бизнес-группы Украины

<i>Группа</i>	<i>Отрасль</i>	<i>Ключевые собственники</i>	<i>Средний рейтинг КУ</i>
Универсальная инвестиционная группа	Потребительские/Розница, Страхование	Виталий Антонов	9,0
Укрпроминвест	Машиностроение, Потребительские	Петр Порошенко	7,0
НАК ЭКУ	Энергетика	Правительство	4,6
Укрландфарминг	Потребительские, Агро	Олег Бахматюк	4,5
СКМ	Сырье, Энергетика, Финансы	Ринат Ахметов	4,4
Энергетический стандарт	Машиностроение, Энергетика	Константин Григоришин	4,3
Финансы и Кредит	Сырье, Машиностроение, Финансы	Константин Жеваго	4,3
Интерпайп / EastOne	Трубы, Медиа	Виктор Пинчук	4,3
Приват	Феррославы, Нефть и Газ, Энергетика, Финансы	Игорь Коломойский, Геннадий Боголюбов, Алексей Мартынов	4,3
Group DF	Энергетика, Химия	Дмитрий Фирташ	4,0
ТАС	Машиностроение, Страхование	Сергей Тигипко	4,0
VS Energy	Энергетика, Недвижимость	Александр Бабаков, Евгений Гинер	4,0
Донецксталь	Сырье, Финансы	Виктор Нусенкис	3,5
Нафтогаз	Нефть и Газ	Правительство	3,0
ИСД	Сырье	Сергей Тарута, Олег Мкртчян	2,3

Источник: Concorde Capital

# Донецксталь

## Обзор

- Направление деятельности: Сырьевые материалы, Финансы
- Запрет Госкомиссии по ценным бумагам и фондовому рынку на заключение сделок с акциями Донецкстали с 11 июля утратил силу. Донецксталь также уже оспорила годовые моратории по акциям всех 11 компаний группы. Вероятно, что решение суда по новому делу будет аналогичным делу Донецкстали. По мнению Комиссии, запрет на торговлю ценными бумагами компаний группы необходим для защиты акционеров и подавления корпоративного конфликта, последовавшего за судебным решением, инициированным депутатом Верховной Рады
- Шахтоуправление Покровское – самый большой в Украине производитель коксующегося угля марки «К» и один из крупнейших производителей угольного концентрата в СНГ
- Ясиновский коксохим – четвертый по величине производитель кокса, в 2010 году произвел 1,1 млн тон. продукции
- Политически нейтральна

## Основные акционеры

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Виктор Нусенкис	Н.Д.	707 млн долл

Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг КУ	Оценка КУ
Донецксталь	Сырье	DOMZ UK	70%	Н.Д.	Н.Д.
Ш/У Покровское	Сырье	SHCHZ UK	90%	3	Р
Ясиновский коксохим	Сырье	YASK UK	95%	4	ВА
<i>Средний Рейтинг КУ</i>				<b>3,5</b>	

Источник: Concorde Capital

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Сырье	Донецксталь, шахта Костромская (Россия), шахта Заречная (Россия), Макеевский коксохим
Финансовые	Кредитпромбанк

Источник: Concorde Capital

# Энергетический Стандарт

## Обзор

- Направление деятельности: Энергетика, Промышленность
- В конце 2010 года произошел катастрофический для миноритариев вывод активов из Сумы Фрунзе
- История агрессивных поглощений. В 2008 произвела недружественное поглощение речной транспортной монополии Укрричфлот (листинг на ПФТС). В 2009 между олигархами Константином Григоришиным, Григорием Суркисом и Игорем Коломойским (Приват) начались корпоративные споры на так называемых конфликтных облэнерго (Тернополь-, Полтава-, Чернигов-, Сумы-, Львов-, Прикарпаття-, и Севастопольоблэнерго)
- Энергетические активы контролируются холдингом «Энергетический Стандарт»; промышленные активы консолидированы в Сварог Эссет Менеджмент
- Политически наиболее близкая к Коммунистической партии

## Основные акционеры

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Константин Григоришин	Н.Д.	2,2 млрд долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка
				КУ	КУ
Черкасыоблэнерго	Энергетика	CHON UK	25%	4	ВА
Черниговоблэнерго	Энергетика	CHEON UK	96%*	4	ВА
Днепроблэнерго	Энергетика	DNON UK	16%*	5	А
Харьковоблэнерго	Энергетика	HAON UK	29%	5	А
Полтаваоблэнерго	Энергетика	POON UK	97%*	4	ВА
Сумы Фрунзе	Машиностроение	SMASH UK	84%*	1	Р
Тернопольоблэнерго	Энергетика	TOEN UK	40%*	4	ВА
Турбоатом	Машиностроение	TATM UK	15%	6	А
Укрричфлот	Транспорт	FLOT UZ	96%	Н.Д.	Н.Д.
Винницаоблэнерго	Энергетика	VIEN UK	17%	5	А
Волыньоблэнерго	Энергетика	VOEN UK	20%	5	А
Запорожьеоблэнерго	Энергетика	ZAON UK	29%*	4	ВА
Запорожтрансформатор	Машиностроение	ZATR UK	99%	5	А
<b>Средний Рейтинг КУ</b>				<b>4,3</b>	

\* контролируется совместно с группой «Приват»

Источник: Concorde Capital

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Энергетика	Сумыоблэнерго, Луганский Энергетический Союз, Центральная Энергетическая Компания
Машиностроение	Запорожский завод малых трансформаторов, Запорожский завод трансформаторов сверхвысокого напряжения, Запорожский кабельный завод

Источник: источники Concorde Capital



# Финансы и Кредит

## Обзор

- Направление деятельности: Сырьевые материалы, Промышленность, Финансы
- Ferrhexro была первой украинской компанией, которая разместилась на основной торговой площадке Лондонской биржи в 2008, и до сих пор является самым масштабным украинским IPO
- Прочие активы, включая АвтоКраз, Стахановский вагоностроительный завод и банк «Финансы и Кредит», постоянно упоминаются как кандидаты для размещения на бирже
- В марте 2011 корпорация Arterium подтвердила намерения о покупке польской Polfa Warszawa и о последующем размещении на Варшавской бирже
- Основным акционером Константина Жеваго один из самых молодых и рыночно-ориентированных украинских олигархов (37 лет).
- Политически относится к Блоку Юлии Тимошенко. Жеваго – депутат парламента от БЮТ

## Основные акционеры

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Константин Жеваго	2,4 млрд долл	2,7 млрд долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
АвтоКРАЗ	Машиностроение	KRAZ UK	93%	5	A
Ferrhexro	Сырье	FXPO LN	51%	9	Q
Киевмедпрепарат	Фармацевтика	KMED UK	80%	4	BA
Полтавский ГОК	Сырье	PGOK UK	96%	2	P
Одессаоблэнерго	Энергетика	ODEN UK	10%	2	P
Стахановский вагоностроительный завод	Машиностроение	SVGZ UK	92%	4	BA
Судостроительный завод «Залив»	Машиностроение	SZLV UK	93%	Н.Д.	Н.Д.
<i>Средний Рейтинг КУ</i>				<b>4,3</b>	

*Источник: Concorde Capital*

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Сырье	Ворскласталь
Финансы	Банк Финансы & Кредит
Фармацевтика	Корпорация Arterium, Галичфарм, Хемопласт

*Источник: источники Concorde Capital*

# Group DF

## Обзор

- Направление деятельности: Энергетика, Химия
- Ostchem - один из крупнейших химических холдингов в Европе. Группа существенно расширила портфель активов за последний год благодаря покупке Стирала в сентябре 2010 и Черкасского «Азота» в марте 2011 года
- История темных и непрозрачных сделок. Компания РосУкрЭнерго (45%), посредник в поставках российского газа в Украину была устранена после переговоров, проведенных Премьер-министром Юлией Тимошенко в 2009 году. Фирташ не был широко известен общественности до разглашения его роли в РосУкрЭнерго
- Стокгольмский Арбитражный Суд решил в пользу РосУкрЭнерго дело о возврате Нафтогазом 12.1 млрд м<sup>3</sup> газа, которые были присвоены последним во времена премьерства Тимошенко в 2009 году
- Политически ближе всего к Партии Регионов. Фирташ считается одним из основных спонсоров партии и особенно активизировал свою деятельность после избрания Виктора Януковича президентом

## Основные акционеры

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Дмитрий Фирташ	996 млн долл	1,5 млрд долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка
				КУ	КУ
Крымсода	Химия	KSOD UK	90%	4	A
Стирол	Химия	STIR UK	90%	5	A
<i>Средний Рейтинг КУ</i>				<b>4,0</b>	

*Источник: Concorde Capital*

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Энергетика	РосУкрЭнерго, Укргаз-Энерго, пакеты акций некоторых энергораспределительных компаний Украины
Химия	Холдинг Ostchem, Крымский Титан
Финансы	Банк Надра

*Источник: Concorde Capital*

# Интерпайп / EastOne

## Обзор

- Направление деятельности: Трубы, Медиа
- В августе 2010 года Интерпайп реструктуризировал еврооблигации на сумму 200 млн долл, продлив срок погашения на 7 лет и увеличив купонный платеж с 8.75% до 10.25%. В феврале 2010 года Интерпайп не выплатил полугодовой купон на сумму 8.75 млн долл
- В данный момент реорганизует и концентрирует портфель активов. EastOne - холдинг, управляющий Интерпайпом и медиа активами в StarLightMedia TV Group, был сформирован в 2007 году. В 2008 году группа продала Укрсоцбанк ЮниКредиту и Днепрспецсталь покупателям, личность которых не разглашается (по слухам - российским)
- Geo-Alliance отменил размещение на Варшавской бирже в конце 2010 года
- Политически нейтральна. Виктор Пинчук – зять бывшего президента Леонида Кучмы

## Основные акционеры

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Виктор Пинчук	3,3 млрд долл	3,0 млрд долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
Никопольский завод ферросплавов	Ферросплавы	NFER UK	71%	3	P
Новомосковский трубный завод	Трубы	NVTR UK	98%	5	A
Нижнеднепровский трубный завод	Трубы	NITR UK	98%	5	A
<i>Средний Рейтинг КУ</i>				<b>4,3</b>	

*Примечание: более детально ознакомиться с профилями рассматриваемых компаний вы можете в Части IV*

*Источник: Concorde Capital*

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Энергетика	Geo-Alliance
Трубы	Interpipe Niko Tube
Медиа	StarLightMedia TV Group (ICTV, СТБ, Новый канал, M1 & M2), Газета «Факты и комментарии», издательский дом «Экономика» (ИнвестГазета, Дело)

*Источник: Concorde Capital*

# Индустриальный Союз Донбасса

## Обзор

- Направление деятельности: Сырьевые материалы.
- В январе 2010 года 50%+2 акции ИСД были проданы группе российских инвесторов во главе с бывшим акционером Evraz Александром Катуниним. Сообщалось, что Премьер-министр России и председатель наблюдательного совета российского Внешэкономбанка Владимир Путин, лично вовлечен в проведение сделки; через месяц Внешэкономбанк выкупил около 1 млрд. долл. обязательств ИСД. Считается, что основным акционером ИСД является именно ВЭБ
- Политически нейтральная

## Основные акционеры в Украине

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Сергей Тарута	694 млн долл	2,1 млрд долл
Олег Мкртчян	694 млн долл	1,9 млрд долл

Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
Алчевский коксохимический завод	Сырье	ALKZ UK	95%	2	P
Алчевский металлургический комбинат	Сырье	ALMK UK	96%	3	P
Днепропетровский трубный завод	Трубы	DTRZ UK	75%	Н.Д.	Н.Д.
ДМК Дзержинского	Сырье	DMKD UK	95%	2	P
				<b>Средний Рейтинг КУ</b>	<b>2,7</b>

Источник: Concorde Capital

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Материалы	Czestochowa Huta (Польша)
Машиностроение	Днепропетровский завод им. Бабушкина
Media	Media Invest Group, Evolution Media Holding

Источник: Concorde Capital

# НАК ЭКУ

## Обзор

- Направление деятельности: Энергетика
- Самая большая из групп по количеству торгующихся компаний - 18
- Правительство делает активные шаги в сфере приватизации предприятий энергетики. В апреле 2011 года Кабинет Министров Украины составил перечень пакетов акций энергетических предприятий для продажи до конца года: Днепроэнерго-25%, Западэнерго-45.1%, Киевэнерго-25%, 50% в Винницаоблэнерго, Днепрооблэнерго и Закарпатьеоблэнерго, 45% в Крымэнерго и Черновцыоблэнерго, 40% в Донецкоблэнерго и 26% в Тернопольоблэнерго. Правительство планирует сохранить блокирующие пакеты в трех генерирующих компаниях (25% акций)
- Кабинет Министров Украины обязал государственные предприятия выплатить 30% чистой прибыли в виде дивидендов в 2010 году, как и в 2009 (в 2009: 30%, 2008: 15%, 2007: 25-40%)
- НАК ЭКУ была создана правительством для управления всеми компаниями энергетического сектора, которые находятся в собственности государства

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка
					КУ
Центрэнерго	Энергетика	CEEN UK	78%	5	A
Черкасыоблэнерго	Энергетика	CHON UK	71%*	4	BA
Черновцыоблэнерго	Энергетика	CHEN UK	70%	5	A
Днепроэнерго	Энергетика	DNEN UK	50%	5	A
Днепроблэнерго	Энергетика	DNON UK	75%	5	A
Донбассэнерго	Энергетика	DOEN UK	86%	5	A
Донецкоблэнерго	Энергетика	DOON UK	86%	4	A
Харьковоблэнерго	Энергетика	HAON UK	65%	5	A
Хмельницкоблэнерго	Энергетика	HMON UK	70%	6	A
Крымэнерго	Энергетика	KREN UK	70%	5	A
Киевэнерго	Энергетика	KIEN UK	50%	4	BA
Одессаоблэнерго	Энергетика	ODEN UK	55%	2	P
Тернопольоблэнерго	Энергетика	TOEN UK	51%	4	BA
Винницаоблэнерго	Энергетика	VIEN UK	75%	5	A
Волыньоблэнерго	Энергетика	VOEN UK	75%	5	A
Закарпатьеоблэнерго	Энергетика	ZOEN UK	75%	5	A
Западэнерго	Энергетика	ZAEN UK	70%	4	BA
Запорожьеоблэнерго	Энергетика	ZAON UK	60%	4	BA
<b>Средний Рейтинг КУ</b>				<b>4,6</b>	

\* Доля 71% находится в собственности государства, но не все 71% акций компании контролируются НАК ЭКУ  
 Источник: Concorde Capital

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Энергетика	Луганскоблэнерго, Николаевоблэнерго, Укрэнерго, несколько ТЭС и ТЕС

Источник: Concorde Capital

# Нафтогаз Украины

## Обзор

- Направление деятельности: Нефть и Газ
- Укрнафта, 50%+1 которой владеет Нафтогаз Украины, является самым большим нефтедобывающим предприятием и вторым по объему добычи газа, контролируя 70% добычи нефти и газового конденсата в стране
- Государство наконец разрешило корпоративный конфликт группой «Приват» относительно управления Укрнафтой, где они являются ключевыми акционерами. Акционеры избрали председателем совета директоров Укрнафты бывшего инвестиционного банкира, Петера Ванхеке. На повестке дня будущего собрания акционеров стоит реорганизация Укрнафты в вертикально интегрированную нефтедобывающую компанию с последующим размещением на западной биржевой площадке
- За потеплением отношений с Россией последовали переговоры о СП, слиянии и прочем тесном сотрудничестве между Нафтогазом и Газпромом
- Высшие государственные чины, включая Президента Виктора Януковича и Министра энергетики Юрия Бойко, в последние месяцы говорят о возможном первичном размещении 25% пакета акций Нафтогаза

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка
					КУ
Укрнафта	Нефть и Газ	UNAF UK	50%+1		P

*Примечание: более детально ознакомиться с профилями рассматриваемых компаний вы можете в Части IV  
 Источник: Concorde Capital*

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Нефть и Газ	Укргаз-Энерго, Укртрансгаз, Газ Украины, Укртатнафта

*Источник: источники Concorde Capital*

# Приват

## Обзор

- Направление деятельности: Ферросплавы, Нефть, Энергетика, Финансы.
- Сконцентрирована вокруг ключевого актива - ПриватБанка, самого крупного банка Украины; хорошо диверсифицирована секторально и географически (также за пределами Украины) - главные активы группы в сырьевой отрасли и энергетике
- Агрессивный игрок, вовлеченный в многие корпоративные конфликты
- Нацелена на операционный контроль, для группы типичны доли собственности менее 50%
- Юридически собственность принадлежит большому числу оффшорных предприятий; активы не объединены в единый холдинг
- Политически нейтральна

## Основные мажоритарии

Имя	Оценка активов	
	Forbes	«Фокус»
Игорь Коломойский	2,5 млрд долл	5,3 млрд долл
Геннадий Боголюбов	2,5 млрд долл	5,0 млрд долл
Алексей Мартынов	684 млн долл	930 млн долл

Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг Оценка КУ	
				Рейтинг	Оценка
Черниговоблэнерго	Энергетика	CHEON UK	96%*	4	ВА
Днепрооблэнерго	Энергетика	DNON UK	25%*	5	А
JKX Oil&Gas	Нефть и Газ	JKX LN	27%	10	Q
Никопольский завод ферросплавов	Ферросплавы	NFER UK	27%	3	Р
Полтаваоблэнерго	Энергетика	POON UK	97%*	4	ВА
Стахановский завод ферросплавов	Ферросплавы	SFER UK	98%	3	Р
Тернопольоблэнерго	Энергетика	TOEN UK	40%*	4	ВА
Укрнафта	Нефть и Газ	UNAF UK	45%	3	Р
Запорожский Завод ферросплавов	Ферросплавы	ZFER UK	98%	3	Р
Запорожьеоблэнерго	Энергетика	ZAON UK	29%*	4	ВА
<b>Средний Рейтинг КУ</b>				<b>4,3</b>	

\* Контролируется совместно с Energy Standard Group

Источник: Concorde Capital

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Нефть и Газ	Нефтеперерабатывающий завод «Галичина», Нефтехимик прикарпатья
Финансы	ПриватБанк
Сырье	Орджоникидзеvский ГОК, Марганецкий ГОК, Кременчугский сталеплавильный завод
Media	Главред Медиа, телеканал «ТЕТ», Комсомольская правда, издательский дом «Фокус»

Источник: источники Concorde Capital



# СКМ

## Обзор

- Направление деятельности: Сырье, Энергетика, Финансы.
- Самая крупная и влиятельная бизнес-группа Украины; в 2010 году задекларировала прибыль до налогообложения в 1,3 млрд долл и валовой доход в 12,8 млрд долл, согласно отчетности по МСФО, подтвержденной PricewaterhouseCoopers; на конец 2010 года активы группы оценивались в 22,8 млрд долл
- В структуру входит несколько отраслевых холдингов: Метинвест (Сырье), ДТЕК (Энергетика), СКМ-Финанс, Группа "Горные машины" (Машиностроение)
- Тесная связь с Партией Регионов. Ахметов считается основным спонсором партии и является депутатом Верховной Рады от Партии Регионов

## Основные мажоритарии

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Ринат Ахметов	16,0 млрд долл	15,6 млрд долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
Авдеевский коксохимический завод	Сырье	AVDK UK	92%	5	A
Азовсталь	Сырье	AZST UK	96%	7	AA
Центральный ГОК	Сырье	CGOK UK	76%	7	AA
Днепроэнерго	Энергетика	DNEN UK	48%	5	A
Донецкий коксохимический завод	Сырье	DKOK UK	37%*	Н.Д.	Н.Д.
Донгормаш	Машиностроение	DGRM UK	83%	1	P
Дружковский машиностроительный завод	Машиностроение	DRMZ UK	87%	1	P
Харьковский трубный завод	Трубы	HRTR UK	98%	7	AA
Комсомолец Донбасса	Сырье	SHKD UK	99.7%	4	BA
Крымэнерго	Энергетика	KREN UK	12.5%	5	A
ММК Ильича	Сырье	MMKI UK	99%	4	BA
Северный ГОК	Сырье	SGOK UK	63%	7	AA
ПЭС- Энергоуголь	Энергетика	ENUG UK	91%	4	BA
Южный ГОК	Сырье	PGZK UZ	50%	5	A
Свитло Шахтаря	Сырье	HMBZ UK	90%	3	P
Енакиевский металлургический комбинат	Сырье	ENMZ UK	91%	4	BA
Западэнерго	Энергетика	ZAEN UK	11%	4	BA
Запорожкокс	Сырье	ZACO UK	25%	2	P
<b>Средний Рейтинг КУ</b>				<b>4,4</b>	

\*Включает долю принадлежащую ММК им. Ильича

Прим.: Доли компании сырьевого сектора отражают собственность холдинга Метинвест, 71,25% которого контролируется компанией СКМ, оставшаяся часть капитала Метинвест принадлежит компании Смарт Холдинг и Владимиру Бойко

Источник: Concorde Capital

**Прочие ключевые активы**

<b>Сектор</b>	<b>Активы</b>
Сырье	Макеевский металлургический комбинат, Promet Steel (Bulgaria), Павлоградуголь, Краснодонуголь, порт Авлита, ИнГОК
Финансы	Первый Украинский Международный Банк, Донгорбанк
Недвижимость	Donbas Palace Hotel, Opera Hotel
Спорт	ФК Шахтар Донецк, Донбас Арена
Медиа	Астелит, Сегодня
Энергетика	Востокэнерго

*Источник: источники Concorde Capital*

# TAS

## Обзор

- Направление деятельности: Промышленность, Страхование
- За девять месяцев 2010 года страховая компания ТАС получила 92.7 млн грн ( -15.5% г/г) страховых премий и выплатила страховых платежей на 3 млн грн; активы составили 417 млн грн
- Тигипко сообщил о намерении продать значительную часть своих активов в связи с возвращением на политическую арену. Он был кандидатом в президенты на выборах в январе 2010 году, а сейчас занимает пост Вице-премьер министра, Министра социальной политики Украины
- В феврале 2007 Swedbank выкупил 100% акций ТАС-Коммерсбанка
- В нынешнем правительстве Тигипко является политическим союзником Партии Регионов

## Основные акционеры

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Сергей Тигипко	826 млн долл	796 млн долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
Днепровагонмаш	Машиностроение	DNVM UK	77%	Н.Д.	Н.Д.
Крюковский вагоностроительный завод	Машиностроение	KVBZ UK	26%	4	ВА

*Примечание: более детально ознакомиться с профилями рассматриваемых компаний вы можете в Части IV  
 Источник: Concorde Capital*

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Финансы	TAS Страхование, Business Standard Bank
Сырье	Кременчугский сталелитейный завод

*Источник: источники Concorde Capital*

# Укрландфарминг

## Обзор

- Направление деятельности: Потребительские товары, Сельское хозяйство
- Главный актив группы - компания Авангард - в прошлом году была активна на мировых финансовых рынках; компания привлекла 187,5 млн. долл в результате IPO на Лондонской бирже, а позднее разместила Евробонды на сумму 200 млн долл с купонной ставкой 10,5%.
- В сентябре 2011 Олег Бахматюк включил свою долю (77,5%) компании Авангард в состав Укрландфарминг
- Группа приобрела контрольные пакеты в агрокомпаниях Райз и Дакор в январе 2011 года. Эта транзакция сделала компанию лидером по размеру земельного банка в Украине. По состоянию на 30 июня 2011 года земельный банк Укрландфарминга составляет 480 тыс га
- Политически нейтральна

## Основные мажоритарии

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Олег Бахматюк	1,0 млрд долл	1,1 млрд долл

Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
Авангард	Потребительские	AVGR LI	78%	8	AA
Дакор Агро Холдинг	Потребительские	DAKOR UK	76%	1	P
<i>Средний Рейтинг КУ</i>				<b>4,5</b>	

Источник: Concorde Capital

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Потребительские	Ukrlandfarming, Райз
Финансы	Банк Финансовая Инициатива

Источник: Concorde Capital

# Укрпроминвест

## Обзор

- Направление деятельности: Промышленность, Потребительские товары
- Богдан Моторс – второй по величине производитель автомобилей в Украине с долей рынка 26% в 2010 году. Корпорация неизменно получала высокую оценку корпоративного управления в наших исследованиях
- В марте 2011 года группа продала контрольный пакет акций Черкасского Автобуса Проминвестбанку, одному из кредиторов Корпорации «Богдан»
- Корпорация «Рошен» является одним из лидеров по производству кондитерских изделий. Ассортимент состоит более чем из 200 видов продукции, которая производится на четырех фабриках в Украине и двух за рубежом (в России и Литве); общие производственные мощности компании составляют 400 тыс. тонн продукции в год
- Политически близка к блоку «Наша Украина», но считается нейтральной. В 2009-2010 годах Петр Порошенко был Министром иностранных дел Украины. С 2007 года он является председателем совета НБУ

## Основные акционеры

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Петр Порошенко	866 млн долл	1,2 млрд долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
Богдан Моторс	Потребительские	LUAZ UK	78%	7	AA

*Источник: Concorde Capital*

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Потребительские	Корпорация «Рошен», корпорация «Ридна Марка», Агропродинвест
Машиностроение	Kia Motors Ukraine, Hyundai Motors Ukraine, Укравтохолдинг
Медиа	Телеканал «5й канал»

*Источник: Concorde Capital*

# Универсальная Инвестиционная Группа

## Обзор

- Направление деятельности: Потребительские товары, Розничная торговля, Страхование.
- Отличные стандарты корпоративного управления. Компании группы стабильно получали высшие оценки в наших исследованиях. Галнафтогаз и Хлебпром одни из немногих украинских корпораций, которые имеют кодекс корпоративного управления (Галнафтогаз был первым в 2004 году)
- Галнафтогаз является вторым по величине оператором автозаправочных станций в Украине; доля розничных продаж топлива в 2010 году составила 12.1%
- Хлебпром - третий по величине в Украине производитель хлебобулочных изделий с долей рынка 8% в 2009 году. В 2010 году произвел 128 тыс т продукции (-0.3% г/г), EBITDA составила 68 млн грн (маржа 13%)
- За 9 месяцев 2010 года страховая компания Универсальная получила 4 млн грн страховых премий, выплатив 1.1 млн грн компенсаций, ее активы на сентябрь составили 33.7 млн грн
- Отчетность компаний группы регулярно проверяется лидирующими аудиторскими компаниями; с 2006 года Галнафтогаз и Хлебпром работают с Ernst & Young
- Сотрудничает с такими международными финансовыми организациями, как ЕБРР и МФК. ЕБРР владеет пакетом акций в Галнафтогазе. В 2007 году МФК выдала Хлебпрому долгосрочный конвертируемый кредит в размере 20 млн. долл. ЕБРР и МФК предоставили Галнафтогазу кредитную линию на 190 млн. долл для поддержки программы развития компании; также ЕБРР намеревается увеличить долю в Галнафтогазе до 19% с текущих 10% и рассматривает возможность вливания капитала в Универсальную в обмен на долю собственности в 23%
- Политически нейтральна

## Основные мажоритарии

Имя	Оценка активов	
	Forbes	«Фокус»
Виталий Антонов	340 млн долл	575 млн долл

*Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)*

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг Оценка КУ	
				Рейтинг	Оценка
Галнафтогаз	Розничная торговля	GLNG UK	80%	10	Q
Хлебпром	Потребительские	HLPR UK	97%	9	Q
Страховая компания Универсальная	Финансы	SKUN UK	52%	8	AA
<i>Средний Рейтинг КУ</i>				9	

*Источник: Concorde Capital*

# VS Energy

## Обзор

- Направление деятельности: Энергетика, Недвижимость
- Основной игрок на украинском рынке распределения электроэнергии: по результатам 2010 года контролирует 19% рынка передачи электроэнергии (25.7 млн. МВт/ч); чистый доход группы в 2010 году составил 9.7 млрд грн (1.2 млрд долл)
- Политически нейтральна

## Основные мажоритарии

Имя	Forbes	Оценка активов «Фокус»
Александр Бабаков (Россия)	Н.Д.	Н.Д.
Евгений Гинер (Россия)	Н.Д.	Н.Д.

Источник: журнал Forbes (апрель 2011), журнал «Фокус» (март 2011)

## Активы на бирже

Компания	Сектор	Тикер	Доля	Рейтинг	Оценка КУ
Черновцыоблэнерго	Энергетика	CHEN UK	22%	5	A
Херсоноблэнерго	Энергетика	HOEN UK	95%	3	P
Хмельницкоблэнерго	Энергетика	HMON UK	19%	6	A
Кировоградоблэнерго	Энергетика	KION UK	94%	3	P
Крымэнерго	Энергетика	KREN UK	10%	5	A
Одессаоблэнерго	Энергетика	ODEN UK	55%	2	P
Севастопольоблэнерго	Энергетика	SMEN UK	95%	3	P
Закарпатьеоблэнерго	Энергетика	ZOEN UK	11%	6	A
Житомироблэнерго	Энергетика	ZHEN UK	92%	4	BA

Средний Рейтинг КУ

4,1

Источник: Concorde Capital

## Прочие ключевые активы

Сектор	Активы
Химия	Черкасыхимволокно
Финансы	First Investment Bank
Недвижимость	Premier Palace Hotel (Киев), Cosmopolit Hotel (Харьков), Dnister Hotel (Львов), Londonska Hotel (Одесса), Oreanda Hotel (Ялта), Star Hotel (Мукачево)
Энергетика	Николаевоблэнерго

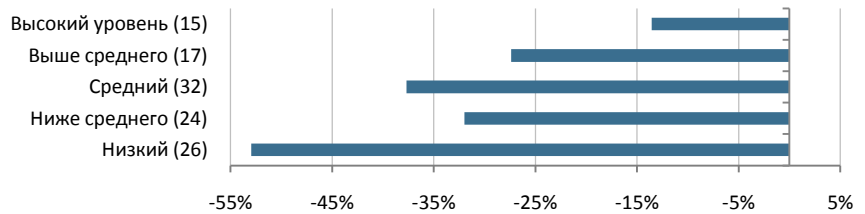
Источник: источники Concorde Capital

## Часть III: Корпоративное управление и Рынок акций

### Чемпионов корпоративного управления предпочитают неудачникам

Два разных подхода к рассмотрению динамики торгов с начала года демонстрируют, что высокие стандарты корпоративного управления положительно отражаются на курсе акций. Доходность акций с поправкой на средневзвешенную рыночную капитализацию указывает на обратную зависимость между уровнем управленческих рисков и доходностью акций. Для сравнения, индекс UХ с начала года упал на 31,9%.

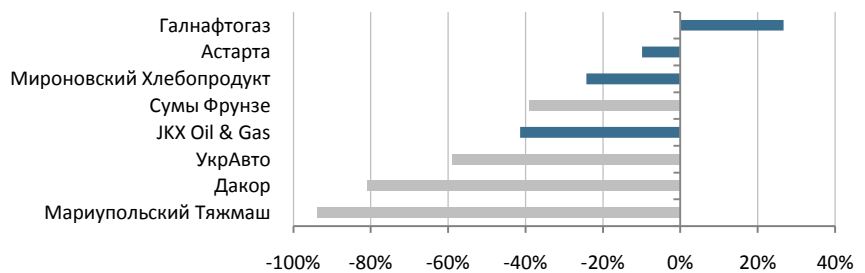
#### Взвешенная на среднюю рыночную капитализацию доходность акций с начала года по категориям рейтинга



*Примечание: Взвешенная на среднюю рыночную капитализацию доходность акций с начала года по категориям рейтинга исключает Укрнафту и Запорожсталь, которые сильно искажают средние значения в своих категориях оценок. Согласно данным на 31 августа 2011 г.  
 Источник: Concorde Capital, Bloomberg*

Мы также сравнили доходность с начала года акций четырех лучших и четырех худших компаний рейтинга. Отметим, что проблемы корпоративного управления сами по себе вряд ли объясняют такое существенное отставание второй группы компаний.

#### Лучшие и худшие компании с точки зрения корпоративного управления и результаты торгов с начала года



*Примечание: график включает в себя четыре компании (синий), получившие наивысший рейтинг в нашем исследовании, и четыре эмитента (серый), получившие ноль или один балл, торги по которым проходили более 200 раз с начала года. Согласно данным на 31 августа 2011 г.  
 Источник: Concorde Capital, Bloomberg*

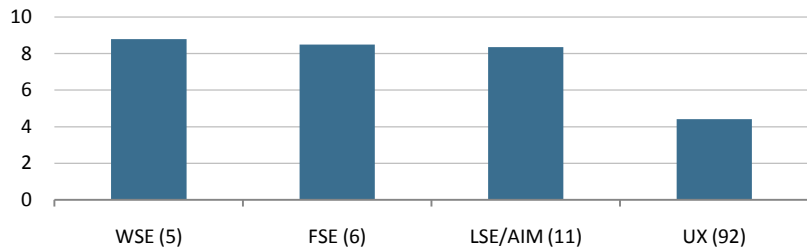


## Зарубежные листинги = выше оценки

Наши исследования подтвердили бытующее на рынке мнение, что эмитенты с листингом на зарубежных площадках демонстрируют более высокие стандарты корпоративного управления, чем компании на отечественных площадках УБ или ПФТС. Конечно, основной причиной стало то, что новые участники рынка в последние годы размещались исключительно на западе. Шесть из десяти украинских размещений в 2010-2011 годах произошли на Варшавской бирже.

И Варшавская и Лондонская биржи способствуют развитию качества корпоративного управления с помощью набора правил "соблюдай или разъясняй". С этой точки зрения, стандарты отечественного рынка имеют пробелы - Украинская комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку выпустила кодекс корпоративного управления, но он носит рекомендательный характер и в последний раз был обновлен в 2003 году.

Средний рейтинг по торговым площадкам

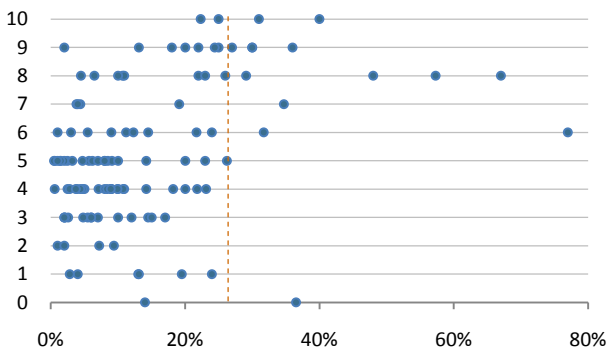


Источник: Concorde Capital

## Больше миноритариев – лучше корпоративное управление

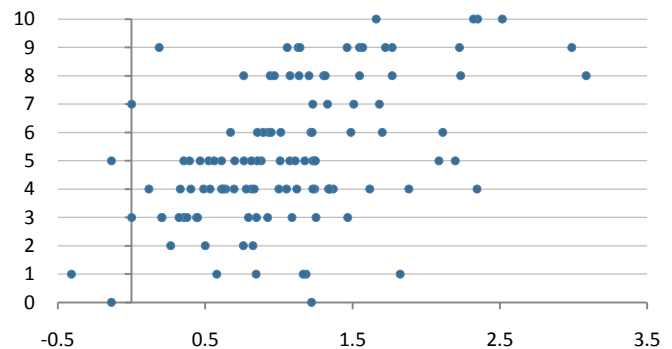
Исходя из данных о торгах за год, видно, что до некоторого уровня доля акций в свободном обращении не влияет на практику корпоративного управления. Тем не менее, после превышения уровня в 25% (уровень который согласно законодательству позволяет блокировать решения на собраниях акционеров), выявлена лишь одна компания с низкими стандартами корпоративного управления. Диаграмма рассеивания рейтинга компаний по объему акций в свободном обращении в долларах США поддерживает гипотезу о том, что большее количество миноритариев улучшает корпоративное управление- дисперсия тянется из левого нижнего в правый верхний угол диаграммы.

Рейтинг и доля акций в свободном обращении



Примечание: Оранжевой линия обозначает 25% порог, позволяющий блокировать решения собрания акционеров Согласно данным на 31 августа 2011 г.  
Источник: Concorde Capital

Рейтинг и объем акций в свободном обращении в долларах США (логарифмическая шкала)



Согласно данным на 31 августа 2011 г.  
Источник: Concorde Capital, Bloomberg

## Приложения

### Приложение 1: Методология

#### Отчетность/раскрытие информации

**МСФО:** наличие отчетности по МСФО. 1 балл если доступна, 0 баллов, если недоступна для общественности или подготовлена для внутреннего пользования.

**Качество укр. фин. отчетности:** Отчетность, выпущенная согласно Украинскими стандартами бухгалтерского учета НСБУ. 1 балл за высокое качество, 0 - за искажения, манипуляции или другие несоответствия, которые делают отчетность непригодной для анализа. Компаниям, зарегистрированным за рубежом, которые не обязаны отчитываться по НСБУ, мы присвоили 1 балл, во избежание занижения рейтинга.

**Структура собственности:** Доступность и прозрачность информации о владельцах и структуре собственности. 1 балл присваивается за доступность сведений или достаточное раскрытие, в остальных случаях присваивается 0 баллов.

**Корпоративная структура:** Раскрытие информации о корпоративной структуре - основных дочерних компаниях, взаимосвязь между материнской и дочерними компаниями, подробная информация о производимых товарах и предоставляемых услугах, информация о необоротных активах и лицензиях/патентах. 1 балл за предоставление информации на достаточном уровне, в остальных случаях присваивается 0 баллов.

#### Права миноритарных акционеров

**Риск размытия доли миноритариев:** Наша оценка вероятности действий, нацеленных на размытие акционерного капитала. 1 балл за низкую вероятность, 0 баллов – за высокую вероятность или информацию о такого рода злоупотреблениях.

**Присутствие институциональных инвесторов:** Присутствие институциональных инвесторов. 1 балл за доли институциональных инвесторов свыше 10%, 0 баллов – за незначительные доли ниже 10%.

**Стратегические риски:** Наша оценка стратегических рисков – рисков принятия субоптимальных бизнес-решений (проведение операций со связанными сторонами, трансфертное ценообразование, вывод активов, неправомерные поглощения/отторжения активов), а также наличие внутренних или внешних корпоративных конфликтов (с конкурентами, миноритарными акционерами или государственными органами). 1 балл за низкий уровень таких рисков, 0 баллов – за высокий.

## Связи с инвесторами

**Доступность менеджмента:** Отношение менеджмента к общению с инвесторами, организации просмотров предприятия и конференц-звонков, обсуждению принципов операционной деятельности и стратегии бизнеса. 1 балл за доступность менеджмента и его готовность к открытым обсуждениям, 0 баллов за его отсутствие.

**Уровень публичности:** Желание информировать общественность и инвесторов о деятельности компании, включая пресс-релизы и комментарии в СМИ. 1 балл за своевременное информирование и регулярное участие в общественных мероприятиях, 0 баллов за редкое упоминание и появления на публике.

**Вэб-сайт:** Качество предоставления информации для инвесторов на корпоративном вэб-сайте. 1 балл за приемлемый уровень доступа к финансовой информации и информации о владельцах, а также к периодическим обновлениям, и 0 баллов - в остальных случаях.

## Приложение 2: Сравнение с рейтингами 2008/2007 годов

В этом году мы изменили систему рейтингов по сравнению с отчетами 2007 и 2008 годов. Значительные поправки нашей методологии делают сравнительную оценку по баллам сложной. По этой причине, в данном отчете свои выводы мы основывали на сравнении по рейтингу, а не по баллам.

Наши отчеты по оценке корпоративного управления 2008 и 2007 годов с полным описанием методологии доступны на нашем сайте по адресу <[www.concorde.ua](http://www.concorde.ua)>.

### Изменение критериев рейтинга

Основные компоненты рейтинга не изменились по сравнению с предыдущим отчетом: отчетность и раскрытие информации, а также отношения с инвесторами и миноритариями. Тем не менее, мы отказались от двух подкатегорий отношений с миноритариями, которые мы, на данный момент, не считаем важными при оценке корпоративного управления компании: депозитарные расписки и планы размещения на бирже. Кроме того, мы объединили субоптимальные бизнес-решения и корпоративные конфликты в единый стратегический компонент, а также расширили наше исследование в важной области раскрытия информации, добавив критерии по корпоративной структуре. Кроме того, мы увеличили пороговое значение показателя "существенная доля собственности институциональных инвесторов" с 3% до 10%.

#### Обзор компонентов матрицы

<i>Отчетность/Раскрытие информации</i>	<i>Права миноритарных акционеров</i>	<i>Связи с инвесторами</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доступность отчетности по МСФО</li> <li>• Качество отчетности по НСБУ</li> <li>• Раскрытие информации о собственниках</li> <li>+ <i>Раскрытие информации о корпоративной структуре</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Риск размытия</li> <li>• <i>Присутствие институциональных инвесторов</i></li> <li>• <i>Стратегические риски (Риск принятия необоснованных деловых решений + Корпоративные конфликты)</i></li> <li>- <i>Ордера /депозитарные расписки</i></li> <li>- <i>планы IPO и PP</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Риск размытия</li> <li>• Присутствие институциональных инвесторов</li> <li>• <i>Стратегические риски (Риск принятия необоснованных деловых решений + Корпоративные конфликты)</i></li> <li>- <i>Ордера /депозитарные расписки</i></li> <li>- <i>планы IPO и PP</i></li> </ul>

*Примечание: Текст курсивом указывает на изменения в критериях по сравнению с 2008/2007 годами*

### Подсчет баллов и изменение рейтинга

В этом году мы не присваивали отрицательные баллы, а лишь 0 или 1, соответственно высоким/низким рискам. Этот упрощенный, более понятный рейтинг был разработан для устранения субъективности.

#### Ключ рейтинга

<i>Оценка</i>	<i>Рейтинг 2011</i>	<i>Скорректированный рейтинг 2008/2007 гг.</i>
Высокий уровень (Q)	9-10	9,5-8,0
Выше среднего (AA)	7-8	7,5-4,5
Средний (A)	5-6	4,0-1,5
Ниже среднего (BA)	4	1,0-0,0
Низкий	0-3	менее 0,0

## Приложение 3: Законы, правила и требования листинга

Правовые и нормативные рамки, в которых действуют эмитенты, как в Украине, так и в мире, в большой степени определяют стандарты корпоративного управления. Однако, в отсутствии других стимулов, украинские компании чаще действуют согласно букве закона, а не его духу. Таким образом нормативно-правовые ограничения приобретают особенную важность в Украине.

В целом, вопросы корпоративного управления не развиты в контексте местного рынка, так как правительства и регулирующие органы традиционно предпочитают не вмешиваться. Широко обсуждаемый закон "Об акционерных обществах" от 2009 года значительно увеличил защиту миноритарных акционеров, став важным примером позитивных изменений в этой области.

### Листинг на фондовой бирже / требования по депозитарным распискам

**Украинская биржа** (УБ, [www.ux.com.ua](http://www.ux.com.ua)): Существует с 26 марта 2009 года. Постепенно были запущены рынок заявок, интернет-трейдинг, онлайн расчет индекса, котировок РЕПО и торговля деривативами. Более 120 членов биржи и 1200 индивидуальных инвесторов имеют доступ к более, чем 100 акциям и облигациям на УБ. Компания, которая торгуется на УБ должна придерживаться определенных требований к раскрытию информации:

- Публиковать ежеквартальные финансовые отчеты в течение 30 дней после окончания каждого квартала
- Предоставлять информацию об общем количестве акционеров в течение 30 дней после окончания каждого квартала
- Публиковать подтвержденные аудитором финансовые отчеты в течение 30 дней с момента их утверждения
- Объявлять о таких корпоративных действиях, как поправки к уставу, изменения номинальной стоимости акций, погашение акций, и дополнительный выпуск акций в течение 10 дней после соответствующего решения

**Варшавская фондовая биржа** (ВФБ, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)): Основная площадка Варшавской фондовой биржи была создана в апреле 1991 года и была местом первичных и вторичных размещений нескольких украинских компаний в последние годы. В 2007 году ВФБ запустила NewConnect, альтернативную торговую систему для новых растущих компаний в сфере высоких технологий. ВФБ способствует улучшению стандартов корпоративного управления путем внедрения "Лучших практик управления компаний, торгующихся на ВФБ" (последний раз обновлялся в мае 2010 года), в которых значится, что компании должны придерживаться принципа "соблюдай или объясняй". Рекомендации охватывают раскрытие информации, защиту прав акционеров, политику вознаграждений и мотивирования персонала, компетенции и обязанности наблюдательного совета.

**Лондонская фондовая биржа / Альтернативный Инвестиционный Рынок** ([www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)): Для листинга на основной площадке лондонской фондовой биржи необходимо ежегодно отчитываться на основе принципа "соблюдай или объясняй" в соответствии с Кодексом корпоративного управления Соединенного Королевства (бывший Объединенный кодекс, публикуемый Советом по финансовой отчетности). Основные принципы кодекса - эффективность руководства, подотчетность, денежное вознаграждение и отношения с акционерами. Компании, которые торгуются на Альтернативном Инвестиционном Рынке не обязаны соблюдать определенные положения кодекса корпоративного управления, однако компании должны соблюдать соответствующие требования в странах, где они зарегистрированы.

**Депозитарные расписки** ([www.adrbnymellon.com](http://www.adrbnymellon.com)): существуют различные виды депозитарных расписок. Американские депозитарные расписки (АДР) доступны для американских инвесторов на национальной фондовой бирже или на внебиржевом рынке. Согласно правилу 144А депозитарные расписки размещаются частным образом и перепродаются только квалифицированным институциональным покупателям (QIBs); глобальные депозитарные расписки (GDR), как правило, доступны на одном или нескольких рынках за пределами родной для компании страны. Согласно Bank of New York Mellon преимуществами ДР с точки зрения инвестора являются объявление и выплата дивидендов в иностранной валюте (долларах США или евро), диверсификация без необходимости инвестирования в зарубежные рынки, понятные торговые, клиринговые и расчетные процедуры, а также устранение услуги хранителя. Неспонсируемые ДР выпускаются одним или несколькими депозитариями в ответ на спрос на рынке, но без официального согласия компании. Спонсируемые ДР выпускаются на различных уровнях согласно контракту с компанией: уровень I торгуется в США вне биржи (OTC); уровень II и III котируются на фондовой бирже США, требуют регистрации в комиссии по ценным бумагам (SEC) и соответствия отчетности компании американским стандартам бухгалтерского учета (US GAAP). Правила 144А касаются привлечения капитала через частное размещение депозитарных расписок для квалифицированных институциональных покупателей в США; Положением S программы регулируется привлечение капитала через размещение депозитарных расписок в офшорных зонах для неамериканских инвесторов.

## Регуляторы

**Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку** ([www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua)): Комиссия была создана Указом Президента в июне 1995 года. Занимается защитой прав участников рынка, а также обеспечением законности украинского рынка ценных бумаг. Комиссия сотрудничает с такими международными финансовыми организациями как ОЭСР, МФК, Всемирный банк, а так же с региональными и национальными комиссиями по ценным бумагам.

**Национальный банк Украины** ([www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)): Конституция и Закон Украины "О Национальном банке Украины" определяют статус Национального банка и сферу его деятельности. Основной его задачей является обеспечение стабильности национальной валюты, банковской системы и уровня инфляции. НБУ осуществляет регулирования банковского сектора. По состоянию на 1 мая 2011 года, НБУ выдал

лицензии на осуществление банковских операций 177 банкам. В январе 2011 года Сергей Арбузов стал главой Национального банка.

**Аудиторская палата Украины** ([www.apu.com.ua](http://www.apu.com.ua)): Созданная в апреле 1993 года, Аудиторская палата сертифицирует украинских аудиторов, проводит мероприятия по подготовке кадров и следит за соблюдением стандартов аудита и этики. Аудиторская палата отвечает за украинские стандарты бухгалтерского учета (НСБУ). По состоянию на 11 мая 2011 года аудиторская палата аккредитовала 2011 фирм и частных лиц для подготовки финансовой отчетности в соответствии с НСБУ.

### Законодательство и ключевые инициативы

#### **Закон Украины "Об акционерных обществах"**

(<http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>):

После нескольких лет дискуссий в парламенте, в апреле 2009 года, Верховная Рада приняла новый закон, регулирующий деятельность акционерных обществ. Закон существенно усиливает правовую защиту миноритарных акционеров:

- Установив границы распределения дивидендов и их своевременной выплаты
- Определив права подписки акционеров на дополнительную эмиссию акций
- Расширив возможности акционеров по оспариванию решений собрания акционеров
- Определив роль и обязанности наблюдательного совета. Позволяет миноритарным акционерам иметь представителя в наблюдательном совете
- Создав дополнительную защиту от рейдеров
- Требуя от ПАО быть зарегистрированным минимум на одной фондовой бирже и иметь веб-сайт

#### **База данных общедоступной информации Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку**

([www.eds.ssmc.gov.ua](http://www.eds.ssmc.gov.ua) / [www.smida.gov](http://www.smida.gov) / [www.stockmarket.gov.ua](http://www.stockmarket.gov.ua)): В первом квартале 2007 года ГКЦБФР начала он-лайн проект для поощрения раскрытия финансовой отчетности и структуры собственности. Компании с государственной долей в 25% и более, а также все эмитенты публичных долговых обязательств, обязаны публиковать квартальные и годовые финансовые отчеты; публичные акционерные общества обязаны публиковать годовые отчеты. Невыполнение требования о раскрытии информации приводит к штрафным санкциям. В настоящее время база данных содержит более 25 000 отчетов украинских компаний. Последняя инициатива в сфере раскрытия информации - ESCRIN, финансируемая USAID, существует с 2010 года и публикует отчетность с первого квартала 2011.

**«Методические рекомендации по совершенствованию корпоративного управления в украинских банках»** Национального банка Украины ([www.bank.gov.ua/Bank\\_supervision/korp\\_uprav/](http://www.bank.gov.ua/Bank_supervision/korp_uprav/)): Национальный банк Украины вместе с Международной Финансовой Корпорацией приводит местное законодательство в сфере раскрытия информации в соответствие с требованиями Basel II. По данным источников Concorde Capital, этот документ используется НБУ в процессе аудита банков.

**Проект "Корпоративное управление в украинском банковском секторе"** ([www.ifc.org/ubcg](http://www.ifc.org/ubcg)): Международная финансовая корпорация в 2004-2007 годах провела программу по улучшению практики корпоративного

управления в украинских банках в целях повышения инвестиционной привлекательности банковских кредитов и активизации малого и среднего бизнеса. Программа состояла из семинаров и консультаций. Участниками пилотной программы стали Мегабанк, ТАС-Commerzbank (сейчас Swedbank Украина), Укргазбанк и Днистер.

**"Проект реформ банковского сектора Украины" при поддержке Европейского Союза** ([http://www.bank.gov.ua/Bank\\_Supervision/EU-funded% 20project/index.php-lang = EN & профиль = 1.htm](http://www.bank.gov.ua/Bank_Supervision/EU-funded%20project/index.php-lang=EN&profile=1.htm)): Проект осуществлялся в 2004-2007 годах компанией ING Institutional & Government Advisory BV при финансировании ЕС. Программа состояла из серии тренингов и семинаров для специалистов Национального банка Украины и для представителей украинских коммерческих банков.

**"Принципы корпоративного управления"**

([www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/Corporate/2.doc](http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/Corporate/2.doc)): Основываясь на международном опыте, ГКЦПФР Украины в декабре 2003 приняла ряд необязательных рекомендаций в области корпоративного управления.



## Приложение 4: Оценка корпоративного управления в Украине

Два международных рейтинговых агентства освещают вопросы корпоративного управления в Украине.

### **Standard & Poor's и «Агентство финансовых инициатив»: Прозрачность и раскрытие информации в украинских банках**

([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)): В декабре 2010 года, агентство Standards & Poor's и "Агентство финансовых инициатив" издали свои обновленные исследования по раскрытию информации и прозрачности 30 крупнейших банков Украины. S&P выпускает подобный доклад ежегодно начиная с 2006 года. Критерии оценки включают 116 пунктов, сгруппированных в три категории: структура собственности и права акционеров; финансовая и операционная информация; наблюдательный совет, структура менеджмента и операционной деятельности. В докладе 2010 года отмечается, что индекс прозрачности украинских банков упал, так как "доступ к отчетам, предоставляемым регулирующим органам, ограничился, в первую очередь из-за недостатка инструментов раскрытия информации на фондовом рынке, а также из-за значительного сокращения объема финансовой и операционной информации".

**Fitch Ratings** ([www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)): Fitch Ratings не выпускает отдельных рейтингов корпоративного управления для украинских эмитентов, но считает корпоративное управление неотъемлемой частью своих оценок. Агентство Fitch определило четыре основных направления в корпоративном управлении в странах СНГ: структура собственности, сделки с заинтересованными сторонами, прозрачность и целостность процесса аудита и состав совета директоров. В мае 2009 года Fitch опубликовало свой обновленный доклад, посвященный вопросам корпоративного управления, "Корпоративное управление в России, Казахстане и Украине", согласно которому стандарты корпоративного управления в Украине менее развиты по сравнению с Россией и Казахстаном.

## Приложение 5: Непринятый закон «О вытеснении миноритариев»

22 декабря 2010 года Верховная Рада Украины утвердила изменения к Закону «Об акционерных обществах», которые дают право собственникам 95% капитала компании принудительно выкупать доли миноритариев. Выкуп бумаг должен был производиться по рыночной цене, основанной на биржевых котировках акций. Однако 12 января Президент Украины Виктор Янукович ветоировал эти поправки к Закону и Парламент принял изменения без поправок о принудительном выкупе.

С точки зрения инвестиционной привлекательности Украины, этот вопрос акцентировал внимание на корпоративном управлении. Ожидалось, что компании с высоким уровнем корпоративного управления, такие как банки, совершат дружественный выкуп долей миноритариев по рыночным ценам, в то время как компании с низкими показателями корпоративного управления будут вытеснять миноритариев по заниженным ценам (см. наш отчет от 27 декабря 2010 года). В конечном итоге, после ветоирования проблема исчезла, однако факт попытки принятия закона, ущемляющего права миноритарных акционеров, подчеркнул важность корпоративного управления на рынке с непредсказуемой законодательной средой, каким является Украина.

## Приложение 6: Размещение акций украинских компаний

Компания	IPO/PP	Площадка	Доля, %	Объем, млн. долл.
<b>2007</b>				
Aisi Realty	IPO	LSE	30,2%	33,1
Clubhouse Group (7 Days)	PP	FSE	16,4%	32,8
Creativ Group	PP	WSE	23,4%	30,0
Дакор	PP	PFTS	20,0%	21,0
Дарница (Nord Star)	PP	FSE	10,0%	48,0
Датагруп	PP	OTC	10,0%	21,0
DUPD	IPO	LSE	100,0%	208,0
DUPD	SPO	LSE	26,0%	100,0
Факториал-Банк	PP	PFTS	10,0%	5,8
Ferrexpro	IPO	LSE	25,1%	419,0
Караван	PP	OTC	10,0%	55,0
Кернел	IPO	WSE	33,0%	218,0
KDD Group	IPO	LSE	19,6%	130,0
Landkom International	IPO	LSE	54,9%	110,9
Ленд Вест Компани	PP	FSE	20,0%	43,0
Мотор Сич	PP	PFTS	10,0%	37,1
Оранта	PP	PFTS	11,4%	39,7
Пакко (CB Retail)	PP	FSE	20,0%	36,0
ТКС Недвижимость	PP	FSE	22,0%	39,6
ТММ Недвижимость	IPO	FSE	13,1%	105,0
Укррос	IPO	PFTS	20,0%	42,0
СК «Универсальная»	PP	PFTS	19,0%	15,8
Виннифрут	PP	PFTS	25,0%	15,9
<b>Всего</b>				<b>1 773,6</b>
<b>Среднее</b>				<b>40,9</b>
<b>2008</b>				
Cadogan Petroleum*	IPO	LSE	28,8%	224,0
Davento	PP	FSE	11,0%	77,8
МСВ Agricole	PP	FSE	24,4%	56,0
Мироновский Хлебопродукт*	IPO	LSE	22,3%	371,0
Агрохолдинг «Мрия»	PP	FSE	20,0%	90,0
Синтал-Агро*	PP	FSE	15,0%	34,5
УМН (Advantest)*	PP	FSE	15,0%	45,0
СК «Универсальная»	PP	PFTS	9,2%	25,0
<b>Всего</b>				<b>923,3</b>
<b>Среднее</b>				<b>66,9</b>
<b>2009</b>				
Агротон*	PP	WSE	25,0%	42,0
East Coal (Lysander Minerals)	PP	TSX Venture	3,7%	0,6
East Coal (Lysander Minerals)	PP	TSX Venture	12,8%	3,3
Синтал-Агро*	PP	FSE	17,2%	12,9
<b>Всего</b>				<b>58,8</b>
<b>Среднее</b>				<b>8,1</b>
<b>2010</b>				
Agrogeneration	PP	NYSE Alternext	28,6%	20,0
Агротон*	IPO	WSE	26,2%	54,3
Авангард*	IPO	LSE	21,7%	208,0
Kulczyk Oil Ventures	IPO	WSE	42,0%	99,7
Милкиленд*	PP	WSE	22,4%	68,8
Sadovaya Group*	PP	WSE	25,0%	30,4
<b>Всего</b>				<b>481,2</b>
<b>Среднее</b>				<b>68,8</b>
<b>2011</b>				
Agrogeneration	SPO	NYSE Alternext	16,4%	16,4
Black Iron Inc	IPO	TMX	18,5%	35,9
Coal Energy	IPO	WSE	25,0%	79,2
KSG Agro	IPO	WSE	33,0%	39,6
Industrial Milk Company	IPO	WSE	34,9%	29,8
Ovostar	IPO	WSE	25,0%	33,2
Веста	IPO	WSE	25,0%	46,3
<b>Всего</b>				<b>151,6</b>
<b>Среднее</b>				<b>37,8</b>

\* Компания получила первый рейтинг корпоративного управления в данном отчете  
 Источник: Bloomberg, Данные компании, Interfax, Concorde Capital

## О Concorde Capital



Concorde Capital – ведущая инвестиционная компания Украины, основанная в 2004 году в Киеве. Компания предоставляет полный спектр инвестиционно-банковских, брокерских услуг, а также услуг по управлению активами.

С 2004 г. Concorde Capital привлекла более 2 млрд. долл. для ведущих украинских компаний агропромышленного, металлургического, автомобильного, химического, нефтяного, газового, строительного, фармацевтического секторов. Лидер по количеству сделок M&A в Украине в 2007 и 2008 гг., по количеству сделок M&A в финансовом секторе в СНГ в 2007 - 2011 гг., согласно исследованиям MergerMarket и DealWatch.

По результатам рейтинга Thomson Reuters Extel в 2009 г. Concorde Capital признана лучшим брокером на развивающихся рынках Европы среди украинских инвестиционных компаний, а аналитическое подразделение Concorde Capital на протяжении трех лет входит в ТОП-3 сильнейших аналитических команд по Украине. По версии Cbonds Awards Concorde Capital заняла второе место в номинации «Лучший sales на рынке облигаций Украины, 2010 год». В 2011 году рейтинг «ТОП-100 лучших компаний Украины» присудил Concorde Capital второе место в номинации «Инвестиционные компании».

## Контакты

### CONCORDE CAPITAL

ул. Мечникова 2, 16 этаж  
Бизнес Центр Парус  
Киев 01601, Украина  
Тел.: +380 44 391 5577  
Факс: +380 44 391 5571  
www.concorde.ua  
Bloomberg: CONR <GO>

#### Генеральный Директор

Игорь Мазепа

im@concorde.com.ua

#### Аналитический Отдел

#### Продажи

#### Директор Отдела Продаж

Юрчук Люба

ly@concorde.com.ua

#### Международные Продажи

Екатерина Шевченко

ksh@concorde.com.ua

Марина Мартиросян

mm@concorde.com.ua

Ростислав Шманенко

rs@concorde.com.ua

Даша Васильева

vd@concorde.com.ua

#### Энергетика, АПК

Егор Самусенко

syg@concorde.com.ua

#### Металлургия

Андрей Герус

ga@concorde.com.ua

#### Нефть и Газ, Химия

Антонина Давиденко

ada@concorde.com.ua

#### Стратегия, Машиностроение

Виталий Горовой

vg@concorde.com.ua

#### Макроэкономика, Финансы

Светлана Рекрут

sr@concorde.com.ua

#### Долговой Рынок

Андрей Герус

ga@concorde.com.ua

Светлана Рекрут

sr@concorde.com.ua

#### Политика

Бред Вэллс

bw@concorde.com.ua

#### Редактор

Бред Вэллс

bw@concorde.com.ua

## DISCLAIMER

СПРАВОЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ О КОМПАНИИ ИЛИ КОМПАНИЯХ (СОБИРАТЕЛЬНО «КОМПАНИЯ») И ЦЕННЫХ БУМАГ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРЕДМЕТАМИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ВСЕ ПОЗИЦИИ, ИЗЛОЖЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ В ОТНОШЕНИИ КАКОЙ-ЛИБО ЦЕННОЙ БУМАГИ ИЛИ ЭМИТЕНТА, ТОЧНО ОТРАЖАЮТ ЛИЧНЫЕ ВЗГЛЯДЫ ЭТОГО АНАЛИТИКА КАСАТЕЛЬНО ЛЮБОГО АНАЛИЗИРУЕМОГО ЭМИТЕНТА/ЦЕННОЙ БУМАГИ.

ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ИЛИ МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ЯВЛЯЮТСЯ СУЖДЕНИЕМ НА МОМЕНТ ПУБЛИКАЦИИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИИ, И ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ И МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ОТРАЖАЮТ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ТОЧКУ ЗРЕНИЯ АНАЛИТИКА. ПРИ ВСЕЙ ОСТОРОЖНОСТИ, СОБЛЮДАЕМОЙ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ТОЧНОСТИ ИЗЛОЖЕННЫХ ФАКТОВ, СПРАВЕДЛИВОСТИ И КОРРЕКТНОСТИ ПРЕДСТАВЛЕННЫХ РЕКОМЕНДАЦИЙ И МНЕНИЙ, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ УСТАНОВИВАЛИ ПОДЛИННОСТЬ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА И, СООТВЕТСТВЕННО, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ НЕСУТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА СОДЕРЖАНИЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА, В СВЯЗИ С ЧЕМ ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, НЕ МОЖЕТ СЧИТАТЬСЯ ТОЧНОЙ, СПРАВЕДЛИВОЙ И ПОЛНОЙ.

НИ ОДНО ЛИЦО НЕ НЕСЕТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА КАКИЕ-ЛИБО ПОТЕРИ, ВОЗНИКШИЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ КАКОГО-ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА ИЛИ ЕГО СОДЕРЖАНИЯ, ЛИБО ВОЗНИКШИЕ В КАКОЙ-ЛИБО СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ОТЧЕТОМ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК И/ИЛИ СВЯЗАННЫЕ С НИМИ ЛИЦА МОГ ПРЕДПРИНЯТЬ ДЕЙСТВИЯ В СООТВЕТСТВИИ ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ИНФОРМАЦИЮ, СОДЕРЖАЩУЮСЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, А ТАКЖЕ РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЫ, НА ОСНОВАНИИ КОТОРЫХ СОСТАВЛЕН НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ, ДО ЕГО ПУБЛИКАЦИИ. ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ ЛЮБЫМ ЕГО ПОЛУЧАТЕЛЕМ ИЛИ ИНЫМ ЛИЦОМ В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ, ЕЕ АКТИВОВ ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ, ПРЕДУСМОТРЕННЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ УКРАИНЫ И ИНЫХ СТРАН СНГ В СФЕРЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО НИКАКАЯ ЧАСТЬ ПОЛУЧЕННОГО ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НЕ БЫЛА, НЕ ЯВЛЯЕТСЯ И НЕ БУДЕТ СВЯЗАНА ПРЯМО ИЛИ КОСВЕННО С ОПРЕДЕЛЕННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (ЯМИ) ИЛИ МНЕНИЕМ (ЯМИ), ПРЕДСТАВЛЕННЫМИ В ДАННОМ ОТЧЕТЕ. ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ АНАЛИТИКАМ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛУГ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВЫГОДЫ ИНВЕСТОРАМ, ЯВЛЯЮЩИМСЯ КЛИЕНТАМИ CONCORDE CAPITAL, А ТАКЖЕ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ («ФИРМА»). КАК И ВСЕ СОТРУДНИКИ ФИРМЫ, АНАЛИТИКИ ПОЛУЧАЮТ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ, КОТОРАЯ ВКЛЮЧАЕТ ВЫРУЧКУ ОТ ВЕДЕНИЯ ПРОЧИХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯМИ ФИРМЫ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК, АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ЛИБО ИНЫЕ ЛИЦА ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ ЧЛЕНАМИ ГРУППЫ АНДЕРРАЙТЕРОВ В ОТНОШЕНИИ ПРЕДЛАГАЕМЫХ К ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ИМЕЕТ ПРАВО В БУДУЩЕМ УЧАСТВОВАТЬ В ПУБЛИЧНОМ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ.