



РЕЙТИНГ

ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

№2

ИРРАЦИОНАЛЬНЫЙ РЫНОК

Очень высокой инвестиционной привлекательностью по-прежнему обладает лишь одно предприятие промышленного сектора, акции которого котируются в ПФТС. Чтобы изменить ситуацию, необходимо ужесточить ответственность менеджмента компаний перед миноритарными акционерами и совершенствовать принудительное раскрытие информации

/ стр. 60

КРУПНЕЙШИЕ ПРОМЫШЛЕННИКИ СТРАНЫ

Структура акционеров эмитентов, которые вошли в (pi)-рейтинг инвестиционной привлекательности крупнейших по капитализации промышленных предприятий Украины

/ стр. 68

КАРНАВАЛ ОФШОРОВ

Отечественные финансово-промышленные группы не заинтересованы в приходе портфельных инвесторов на украинский фондовый рынок. Это грозит стагнацией рынка ценных бумаг и ее ведущей биржевой площадки — ПФТС

/ стр. 70

Виталий Шапран, Владимир Духненко, Роман Корнилюк



Очень высокой инвестиционной привлекательностью по-прежнему обладает лишь одно предприятие промышленного сектора, акции которого котируются в ПФТС. Чтобы изменить ситуацию, необходимо ужесточить ответственность менеджмента компаний перед миноритарными акционерами и совершенствовать принудительное раскрытие информации

БОГДАН САМОЙЛЕНКО

Основной фондовый индекс страны — ПФТС-индекс — в прошлом году вырос на 41%, а за первые шесть месяцев 2007-го — почти на 100%. Такими темпами не растут ни столичная недвижимость, ни банковские металлы, ни обменный курс какой-либо из иностранных валют. Среди основных причин фондового ралли в Украине остаются высокие темпы инфля-

ции на внутреннем рынке, благоприятная для украинских экспортеров ситуация на внешних сырьевых рынках, большие объемы прямых и портфельных инвестиций, а также быстрый рост реальных доходов граждан. Впервые за время независимости Украины у наших соотечественников появилась реальная возможность оценить преимущества инвестиций в акции при стремительном повышении цен. В результате увеличения тарифов на электро-

энергию и тепло росла выручка энергетических компаний, повышение цен на нефтепродукты усилило позиции предприятий, специализирующихся на нефтедобыче и переработке. Стабильность обменного курса привлекла к украинскому фондовому рынку внимание иностранцев, благодаря чему вырос спрос на акции. В прошлом году каждая третья гривня, инвестированная в фондовые инструменты, принадлежала нерезидентам. Од-



нако до сих пор есть немало людей, которые считают, что наш рынок напоминает классический фондовый пузырь, готовый лопнуть при первой же панике на международных рынках.

Неперспективный лидер

В рейтинг инвестиционной привлекательности промышленных предприятий Украины, составленный Рейтинговым агентством «Эксперт-Рейтинг», вошли пятьдесят компаний. Это крупные промышленные предприятия, основа национальной экономики. Общая стоимость компаний, попавших в рейтинг, на начало 2007-го составляла 142 млрд гривен (более четверти ВВП).

Как и в прошлогоднем рейтинге, наивысшую оценку инвестиционной привлекательности (А) удалось получить только одному предприятию — ОАО «Укрнафта» (см. табл. 1). На начало этого года инвесторы оценили его в 16,8 млрд гривен. За 2006-й объем торгов по акциям компании превысил 436 млн гривен. По ценам сделок акции ОАО «Укрнафта» в прошлом году выросли на 52,7%. Именно у этой нефтяной компании самая низкая на украинском рынке маржа между котировками на покупку и продажу — всего один процент. При высоком коэффициенте автономии «Укрнафта» имела уровень рентабельности собственного капитала свыше 30%, а также высокую рентабельность продаж на уровне 28%.

Предприятие уже несколько лет имеет двух ключевых владельцев — государство в лице НАК «Нафтогаз України» и днепропетровскую группу «Приват». В прошлом году парламент пытался запретить продажу 50% плюс 1 акцию этого ОАО, однако президент неоднократно ветоировал это решение. В декабре 2006-го Верховная Рада наконец разрешила приватизацию, однако контрольный пакет акций компании по-прежнему останется у государства. Это предприятие контролируют представители группы «Приват», которым в уставном капитале принадлежит лишь 43%. По итогам 2005-го ОАО «Укрнафта» выплачивало дивиденды в размере 34,48 гривен на акцию. В 2006-м чистая прибыль компании составила 2,41 млрд гривен — это на 28% больше, чем годом ранее.

По нашим оценкам, в 2007-м «Укрнафта» не будет столь успешной. Несмотря на высокие темпы роста прибыли, выплата дивидендов за 2006 год застопорилась. Ранее предусматривалось, что 40% чистой прибыли (почти миллиард гривен) будут направлены на выплату дивидендов. Министерство топлива и энергетики согласилось с этим предложением, однако собрание акционеров соответствующего решения пока так и не приняло. Кроме

того, в первой половине 2007-го компания «Укрнафта» опубликовала прогноз чистой прибыли на этот год — около 600 млн гривен. Сокращение ее объема вчетверо аналитики объясняют резким увеличением рентных платежей в госбюджет. Навязчивое желание государства перераспределить доходы одного из самых крупных и ликвидных эмитентов страны лишает компанию средств не только для экспансии за пределы Украины, но и не оставляет ей ресурсов для нормального развития на нашем быстро растущем рынке. Чиновники в очередной раз демонстрируют, что государство — плохой акционер. В прошлом году «Укрнафта» продемонстрировала свое умение зарабатывать, теперь перспективы компании из-за неадекватной экономической политики государства неопределены. При этом от повышения котировок ОАО «Укрнафта» в ПФТС в первую очередь выиграет государство, поскольку растет стоимость его контрольного пакета акций.

Утраченные возможности

Не лучшим образом государство проявило себя и в качестве управляющего ОАО «Укртелеком». Хотя в прошлом году акции компании по ценам сделок подорожали на 39%, ее чистая прибыль упала на 9,9% — до 467 млн гривен. У предприятия не растет выручка. На начало 2007-го на банковских счетах «Укртелекома» находилось 957 млн гривен, или около 9% от активов, находящихся в его распоряжении. Долгосрочные обязательства компании за прошлый год уменьшились на 20%, а их доля в пассивах сократилась с 27 до 23%. Эти тенденции прямо противоположны тем, которые происходят в западных телекоммуникационных предприятиях. Похоже, рост акций ОАО «Укртелеком» состоялся только благодаря спекулятивным ожиданиям, связанным с грядущей приватизацией, перспективы которой после провала продажи пятипроцентного пакета на отечественных биржах опять туманны.

Проводить политику агрессивных заимствований телекоммуникационные компании заставляет технический прогресс, они вынуждены вкладывать много денег в освоение технологий, чтобы удерживать долю рынка. Нынешней стратегии развития «Укртелекома» нужна интенсификация. Если в 2002 году доля выручки предприятия составила 42,1% в общем объеме стоимости услуг связи в Украине, то по итогам 2006-го этот показатель сократился почти вдвое — до 23,5%. Однако оно все еще остается крупнейшим оператором фиксированной связи в стране и у него есть все предпосылки для развития комплексного продуктового ряда и сетей третьего поколения 3G. Но вместо того чтобы наращивать уставный фонд компа-

нии или разрешить ей более агрессивную политику заимствований, чиновники утверждают скромные планы развития «Укртелекома» до 2010 года, стимулируют необоснованное наращивание ликвидности и тормозят развитие ее основного бизнеса.

Пока у предприятия хорошее финансовое состояние, по результатам прошлого года оно заняло в нашем рейтинге пятую позицию (группа В), но последние годы все больше выглядят для него временем утраченных возможностей.

Энергетическая матрица

В рейтинг вошли тринадцать компаний энергетического сектора. Но только три из них по результатам 2006-го получили рейтинговую оценку на уровне В. В сегменте энергораспределительных и энергогенерирующих компаний присутствует несколько центров влияния: НАК «Энергетическая компания Украины», российские бизнесмены **Константин Григоршин** и **Александр Бабаков**, а также дочерняя компания крупной американской энергетической корпорации AES. К сфере влияния AES Corp. в Украине относится предприятие «А.Е.С. Киевоблэнерго», которое после выкупа американцами было перерегистрировано в закрытое акционерное общество, в результате чего наш фондовый рынок потерял привлекательного эмитента.

Из энергетических компаний, вошедших в наш рейтинг, Константину Григоршину подконтрольны «Запорожьеоблэнерго» (группа С), «Львовоблэнерго» (В) и «Днепроблэнерго» (С). Понятие «контролируется» в украинском энергетическом секторе, носит переменный характер. К примеру, 60% акций «Запорожьеоблэнерго» и 75% «Днепроблэнерго» владело государство, тогда как «Львовоблэнерго» принадлежало ему только на 27%. ОАО «Днепроблэнерго» не случайно занимает в нашем рейтинге одну из последних строчек. Вряд ли инвестиционные аналитики крупного западного инвестиционного банка стали бы рекомендовать покупать бумаги такой компании. Однако умом украинский фондовый рынок не понять: за прошлый год акции «Днепроблэнерго» подскочили на 154%. И это несмотря на то, что собственный капитал предприятия составил минус 185 млн гривен, а чистая прибыль была очень скромной (19 млн гривен), не взирая на рост тарифов на электроэнергию. В «Запорожьеоблэнерго» ситуация выглядела лучше, но низкий коэффициент автономии и нулевая рентабельность выдавали, что у компании не все гладко.

Депутат Государственной думы России и бывший председатель совета директоров футбольного клуба ЦСКА (Москва) Алек-

62 / РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ



(pi)-рейтинг инвестиционной привлекательности крупнейших по капитализации промышленных предприятий Украины,

ЭКСПЕРТ №26 2-8 ИЮЛЯ 2007

№ п/п	Название ОАО	Рейтинговая оценка	Уровень листинга ПФТС	Капитализация на 09.01. 2007 г.,	Изменение цены акции за 2006 год (по цене последней сделки),	Доход инвестора за 2006 год (по ценам котировок),	Количество сделок в ПФТС за 2006 год	Объем торгов, млн грн	Маржа между котировками на покупку и продажу (на конец года),	Баллы			
				млн грн	%	%			%	Качество корпоративного управления	Итоговая доходность	Финансовая независимость	
1	Укрнафта	A	1	16837,96	52,66	48,75	887	436,36	1,01	6	7	7	
2	Миттал Стіл Кривий Ріг (Криворіжсталь)	B	2	22964,22	50,27	3,10	219	25,52	3,93	7	6	7	
3	Нижньодніпровський трубо-прокатний завод	B	2	4957,42	97,39	91,90	414	106,03	7,78	7	5	5	
4	Северний ГОК	B	3	9792,32	302,50	-10,00	49	27,39	100,00	6	6	5	
5	Укртелеком	B	1	18248,73	38,92	9,03	1156	126,05	1,66	8	2	7	
6	Кіровоградобленерго	B	3	537,19	48,08	17,14	18	26,67	19,51	6	3	7	
7	Концерн «Галнафтогаз»	B	2	648,00	-5,43	-32,50	29	43,20	1,67	5	4	5	
8	Новомосковський трубний завод	B	2	565,20	48,44	40,63	142	18,50	6,67	6	4	6	
9	Азовсталь	B	2	10625,21	-20,22	-29,38	571	57,20	5,01	6	3	7	
10	Маріупольський металургічний комбінат ім. Ілліча	B	2	8278,73	7,39	-11,13	397	40,69	2,26	5	4	7	
11	Житомиробленерго	B	3	550,79	43,64	0,00	46	14,21	49,75	7	3	6	
12	Шахта «Комсомолець Донбасу»	B	3	539,16	-13,33	50,00	97	16,20	26,67	5	4	5	
13	Львівобленерго	B	3	1008,66	307,14	140,00	31	9,42	46,43	6	4	4	
14	Полтавський ГОК	B	2	5712,30	-4,22	-11,30	231	148,04	4,71	7	1	6	
15	Луцький автозавод	B	2	2354,56	-49,29	-60,29	167	108,88	4,82	7	3	5	
16	Дніпропетровський трубний завод	B	3	555,31	273,94	14,79	521	101,53	2,31	7	3	4	
17	Дніпровський металургічний комбінат ім. Дзержинського	B	3	1722,99	-16,67	-46,00	20	3,03	66,67	5	4	5	
18	Запоріжжє	C	2	602,59	-16,67	-33,33	161	23,70	24,44	6	3	6	
19	Турбоатом	C	3	802,74	31,72	19,50	96	16,26	5,26	4	4	6	
20	Луганськстепловоз	C	2	499,74	91,74	80,65	591	137,57	3,57	7	2	4	
21	Центрэнерго	C	1	2482,42	127,63	114,19	488	122,50	1,20	6	3	4	
22	Донбассэнерго	C	1	1063,99	108,57	89,33	178	37,95	5,63	6	2	5	
23	Хмельницькобленерго	C	3	477,66	106,67	-13,33	24	10,68	73,08	6	2	5	
24	Угольня шахта «Красноармейська-Западна №1»	C	3	2341,96	90,00	-7,20	45	3,64	25,00	6	3	5	
25	Кієвэнерго	C	1	877,75	8,40	-1,76	183	66,66	7,69	5	3	4	
26	Харківобленерго	C	3	1026,16	220,00	123,53	27	4,61	10,53	6	2	3	
27	Дніпрвагонмаш	C	3	324,40	-0,17	-71,43	27	1,76	190,00	6	4	4	
28	Марганецький ГОК	C	3	1283,19	0,00	-64,00	16	1,13	286,11	5	1	6	
29	Кримэнерго	C	3	583,77	258,70	121,43	116	39,91	12,90	8	2	2	
30	Херсонський нафтопереробний комплекс	C	3	348,88	-22,31	-54,83	60	33,96	89,05	7	2	2	
31	Алчевський металургічний комбінат	C	3	2663,64	-84,80	-88,71	39	24,24	9,11	6	3	4	
32	Пивзавод «Славутич»	C	2	761,11	-39,02	-59,52	115	21,10	29,41	7	3	3	
33	Азот (Черкаси)	C	3	861,09	12,60	-54,50	12	8,59	150,00	4	1	6	
34	Кієвгорстрой-1	C	3	1040,00	0,00	-3,85	10	5,14	8,00	8	2	3	
35	Дніпроазот	C	3	650,43	-20,00	-58,06	95	138,37	84,62	3	2	7	
36	НПЗ «Галичина»	C	2	983,86	-0,53	-57,99	122	78,37	44,57	6	2	3	
37	Єнакієвський металургічний комбінат	C	3	277,42	-35,29	-8,77	162	16,21	5,77	2	5	3	
38	Дніпрэнерго	C	3	2609,46	100,83	82,81	271	140,34	1,88	7	2	2	
39	Нікопольський завод ферросплавів	C	3	1897,11	48,15	-43,16	50	4,09	38,89	7	2	4	
40	Маріупольський завод важкого машинобудування	C	2	694,74	-8,46	-19,82	395	61,38	4,31	6	2	3	
41	Авдіївський коксохімічний завод	C	3	1684,36	-55,90	-61,27	158	47,24	11,50	3	3	5	
42	Запоріжжєобленерго	C	3	2138,87	204,71	153,16	52	15,67	37,50	6	2	2	
43	Азовоблмаш	C	2	697,33	17,02	-6,47	71	4,79	30,69	6	3	2	
44	Дружківський машинобудівний завод	C	3	284,32	29,27	-16,67	86	5,89	16,00	6	3	2	
45	Сумське НПО ім. Фрунзе	C	2	1286,64	4,13	-1,66	273	54,62	6,40	5	2	4	
46	Южний ГОК	C	3	1071,83	-20,90	-31,43	195	84,04	8,33	4	1	4	
47	Запоріжський завод ферросплавів	C	2	439,20	-39,39	-54,93	78	6,24	25,00	5	1	4	
48	АвтоКрАЗ	C	3	499,60	6,00	-73,33	59	5,80	32,50	3	2	4	
49	Дніпробленерго	C	1	3145,60	153,81	137,37	106	16,58	17,02	3	2	2	
50	Донецькобленерго	C	3	572,95	122,50	11,43	48	9,56	21,67	3	2	2	
Среднее значение				2857,47	51,20	5,24	188	51,15	33,37				

Примечание. Рейтинг не является рекомендацией для инвестирования, поскольку основан на исторических данных. (pi)-рейтинг инвестиционной привлекательности предприятия определяется не мес-
 Источники: фондовая биржа ПФТС, Агентство по развитию инфраструктуры фондового рынка Украины; расчеты: РА «Эксперт-Рейтинг»



РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ / 63

включенных в листинг фондовой биржи ПФТС

Таблица 1

			Показатели рентабельности и ликвидности										Рыночные коэффициенты		
	Влияние конъюнктуры рынка	Общий балл в рейтинге	Рентабельность собственного капитала,	Прибыль/капитализация,	Уставный фонд/собственный капитал,	Коэффициент автономии,	Доля долгосрочных обязательств,	Доля бюджетных обязательств,	Общая ликвидность,	Абсолютная ликвидность,	Рентабельность продаж,	Прирост оборачиваемости активов,	Соотношение между рыночной и балансовой стоимостью (P/B)	Соотношение между капитализацией и выручкой (P/S)	Соотношение между капитализацией и чистой прибылью (P/E)
			%	%	%	%	%	%	%	%	%	%			
	5	25	31,68	14,33	0,18	81,08	54,97	7,85	249,26	47,07	28,79	28,88	2,21	2,01	6,98
	4	24	33,20	12,76	43,72	83,43	52,79	2,10	775,56	153,24	20,36	-13,49	2,60	1,59	7,84
	4	21	51,13	11,38	1,22	55,24	0,00	0,35	158,45	8,69	14,80	48,37	4,49	1,30	8,79
	3	20	43,61	8,05	31,86	44,87	68,92	0,65	326,90	74,82	19,27	-37,49	5,42	2,39	12,42
	2	19	5,81	2,56	58,12	69,32	81,47	3,95	357,33	153,24	6,98	7,01	2,27	2,72	39,01
	3	19	4,03	2,94	7,62	84,68	44,74	6,19	174,91	28,14	4,68	13,78	1,37	1,59	33,99
	4	18	11,85	7,05	41,52	35,61	63,29	0,12	186,97	16,14	16,98	368,74	1,68	2,41	14,19
	2	18	16,81	7,48	1,19	66,11	0,00	0,49	157,21	1,13	4,83	2,26	2,25	0,65	13,37
	2	18	15,30	10,38	19,49	69,36	53,92	1,02	375,55	51,40	8,81	-11,82	1,47	0,85	9,63
	2	18	10,53	11,00	9,69	70,95	0,02	1,30	136,40	22,89	6,33	-27,05	0,96	0,58	9,09
	2	18	8,09	3,73	12,05	76,06	33,31	2,11	101,61	8,90	4,66	3,44	2,17	1,25	26,79
	3	17	7,34	6,82	16,71	47,07	61,09	2,08	104,93	5,15	6,61	-38,60	1,08	0,97	14,67
	3	17	10,98	2,97	17,74	59,55	45,59	12,70	69,46	3,78	3,69	23,30	3,69	1,24	33,61
	3	17	9,41	2,48	76,35	61,05	39,63	0,81	131,60	10,36	6,10	11,33	3,79	2,46	40,33
	2	17	9,50	4,27	78,55	55,38	15,33	0,45	190,55	6,59	4,73	6,06	2,22	1,11	23,39
	3	17	17,68	4,87	56,79	41,59	1,54	0,55	121,66	3,22	3,32	17,64	3,63	0,68	20,53
	3	17	16,72	19,93	33,80	55,58	17,12	1,09	128,55	0,13	5,97	5,11	0,84	0,30	5,02
	1	16	14,01	8,68	0,32	56,14	66,37	1,13	263,79	4,18	3,22	-9,23	1,61	0,37	11,52
	2	16	2,71	2,77	12,91	82,80	4,34	2,57	360,11	61,59	8,45	-11,65	0,98	3,05	36,15
	3	16	0,00	-3,16	38,65	36,00	37,63	0,37	142,56	0,75	0,00	24,29	3,52	1,13	-31,69
	3	16	3,95	3,52	21,68	49,61	41,94	3,47	141,57	1,25	3,30	38,58	1,12	0,94	28,38
	3	16	0,00	-0,37	28,25	33,24	53,28	3,05	139,12	11,35	0,00	27,49	1,27	0,77	-270,39
	3	16	2,66	1,58	11,85	65,22	0,00	3,53	57,98	0,64	2,04	24,51	1,68	1,29	63,25
	2	16	6,31	3,59	15,92	73,97	10,11	3,14	46,91	0,50	6,12	-19,26	1,76	1,71	27,86
	3	15	1,36	2,23	1,88	49,03	42,64	0,98	109,42	2,59	0,60	48,47	0,61	0,27	44,86
	4	15	3,26	1,34	15,21	37,23	17,93	2,90	45,90	5,84	1,21	25,67	2,43	0,91	74,55
	1	15	11,95	4,14	7,41	34,08	0,47	0,33	129,28	11,91	2,67	-38,90	2,89	0,65	24,16
	3	15	0,21	0,12	50,13	75,10	2,47	2,80	244,89	15,26	0,24	-2,26	1,75	2,05	845,37
	3	15	6,97	1,24	41,67	8,18	1,50	0,92	64,48	0,37	0,84	22,80	5,62	0,68	80,73
	4	15	0,00	-7,19	6,91	28,95	19,65	0,50	70,69	0,12	0,00	303,61	3,66	0,63	-13,91
	2	15	12,49	9,20	54,89	36,38	50,07	0,15	91,50	2,11	3,97	-37,83	1,36	0,43	10,87
	2	15	6,03	2,92	53,58	40,60	21,55	2,15	66,63	0,33	2,93	3,94	2,06	1,00	34,21
	4	15	7,85	11,58	83,21	72,57	19,75	0,76	125,29	3,15	5,38	35,56	0,68	0,47	8,64
	2	15	0,58	0,11	78,22	22,46	27,38	0,51	184,43	0,74	0,74	-39,03	5,42	6,94	941,01
	2	14	3,30	6,59	27,07	76,08	73,68	0,92	1008,13	38,04	4,07	6,82	0,50	0,62	15,17
	3	14	0,00	-6,85	4,53	22,21	13,85	1,65	110,89	0,01	0,00	-6,62	5,12	0,35	-14,59
	4	14	21,46	56,43	21,68	34,73	0,72	0,11	88,36	0,84	4,42	16,02	0,38	0,08	1,77
	3	14	2,99	0,48	23,26	19,27	12,95	12,03	25,05	0,91	0,45	71,21	6,19	0,94	206,84
	1	14	0,20	0,06	13,18	49,70	1,78	0,38	117,70	0,34	0,04	-12,58	3,30	0,72	1646,80
	2	13	0,13	0,06	1,16	26,50	19,19	0,08	123,31	0,28	0,02	5,26	2,10	0,27	1600,79
	2	13	1,23	3,12	7,97	63,15	49,50	0,08	65,95	1,52	1,60	-55,96	0,39	0,51	32,10
	3	13	0,00	-0,28	45,84	11,16	2,31	0,34	63,85	0,43	0,00	33,40	21,87	0,92	-355,41
	2	13	0,72	0,14	8,66	17,81	0,00	0,28	94,10	0,68	0,06	3,87	5,20	0,43	724,12
	2	13	7,97	4,13	35,24	16,46	0,00	0,05	93,89	0,81	2,72	-25,56	1,93	0,66	24,23
	1	12	7,61	5,48	76,69	47,85	31,52	0,89	170,52	0,95	4,57	-3,64	1,39	0,83	18,24
	2	11	0,59	0,52	56,67	38,88	29,11	1,32	131,77	2,38	0,36	-9,47	1,13	0,69	192,64
	1	11	0,53	0,51	53,67	30,25	40,75	0,17	139,44	2,71	0,14	-7,82	1,03	0,27	196,03
	2	11	4,42	11,55	43,30	46,15	4,43	0,08	113,08	0,05	10,08	-30,00	0,38	0,87	8,66
	3	10	-10,76	0,64	-32,28	-8,29	-8,39	0,46	65,65	1,58	0,34	48,34	-16,95	0,53	157,44
	3	10	0,00	-107,96	-5,68	-47,85	0,08	0,06	55,83	0,09	0,00	48,21	-0,40	0,29	-0,93
			8,49	3,00	28,20	46,05	26,45	1,84	169,98	15,38	4,75	17,71	2,28	1,13	133,78

том в таблице, а буквенной категорией.

ЭКСПЕРТ №26 2-8 ИЮЛЯ 2007

64 / РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ



Методика расчета рейтинговых баллов по группам факторов

Таблица 2

Группа факторов	Количество баллов за основной показатель	Основные показатели	Дополнительные показатели			
Итоговая доходность	Алгоритм расчетов	Рентабельность собственного капитала (Рск)	Текущая доходность акции больше или равна прайм-рейт	Коэффициент капитализации меньше или равен 50%	Рост первичной стоимости основных средств более чем на 10%	Рост чистой прибыли более чем на 10%
		Ф. 2 стр. 220 / Ф. 1 стр. 380	Ф. 2 стр. 220 / капитализация	Ф. 1 стр. 300 / Ф. 1 стр. 380	Ф. 1 стр. 031	Ф. 2 стр. 220
	4	$R_{ск} \geq 2 \times R_p$	+1	+1	+1	+1
	3	$R_p \leq R_{ск} < 2 \times R_p$	+1	m+1	+1	+1
	2	$0,5 \times R_p \leq R_{ск} < R_p$	+1	+1	+1	+1
	1	$0 \leq R_{ск} < 0,5 \times R_p$	+1	+1	+1	+1
	0	$R_{ск} < 0$	+1	+1	+1	+1
Финансовая независимость	Алгоритм расчетов	Коэффициент автономии (Ка)	Доля долгосрочных обязательств в заемных средствах более 50%	Доля задолженности перед бюджетом в заемных средствах менее 20%	Коэффициент общей ликвидности больше 100%	Коэффициент абсолютной ликвидности находится в диапазоне от 20 до 35%
		Ф. 1 стр. 380 / Ф. 1 стр. 280	Ф. 1 стр. 480 / Ф. 1 (стр. 480+620)	Ф. 1 стр. 550 / Ф. 1 (стр. 480+620)	Ф. 1 стр. 260 / Ф. 1 стр. 620	Ф. 1 (стр. 230+240) / Ф. 1 стр. 620
	4	$K_a \geq 60\%$	+1	+1	+1	+1
	3	$50\% \leq K_a < 60\%$	+1	+1	+1	+1
	2	$30\% \leq K_a < 50\%$	+1	+1	+1	+1
	1	$K_a < 30\%$	+1	+1	+1	+1
Качество корпоративного управления	Алгоритм расчетов	Соотношение между рыночной и балансовой стоимостью (Скр)	Коэффициент свободы более 200%	Факт выплаты дивидендов акциями или в денежной форме	Отсутствие среди акционеров, владеющих более 10% акций эмитента, компаний из офшорных юрисдикций	Наличие отчетности компании в национальной системе раскрытия информации
		Капитализация / Ф. 1 стр. 380	Капитализация / Ф. 1 стр. 300	Ф. 2 стр. 340	АРИФРУ	АРИФРУ
	4	$Скр > 200\%$	+1	+1	+1	+1
	3	$100\% < Скр \leq 200\%$	+1	+1	+1	+1
	2	$50\% < Скр \leq 100\%$	+1	+1	+1	+1
	1	$Скр \leq 50\%$	+1	+1	+1	+1
Влияние конъюнктуры	Алгоритм расчетов	Рентабельность продаж (Рпр)	Рост коэффициента оборачиваемости активов более чем на 10%	Рост фактических цен на готовую продукцию предприятия более чем на 10%	Снижение административных затрат более чем на 10%	Рост выручки более чем на 10%
		Ф. 2 стр. 190 / Ф. 2 стр. 035	Ф. 2 стр. 035 / Ф. 1 стр. 280	Публичная информация	Ф. 2 стр. 070	Ф. 2 стр. 035
	4	$R_{пр} \geq 40\%$	+1	+1	+1	+1
	3	$30\% \leq R_{пр} < 40\%$	+1	+1	+1	+1
	2	$20\% \leq R_{пр} < 30\%$	+1	+1	+1	+1
	1	$5\% \leq R_{пр} < 20\%$	+1	+1	+1	+1
	0	$R_{пр} < 5\%$	+1	+1	+1	+1

Источник: РА «Эксперт-Рейтинг»

сандр Бабаков контролирует в Украине «Житомироблэнерго», «Кировоградоблэнерго», «Севастопольэнерго» и «Херсоноблэнерго» через компанию VS Energy International N.V. (Нидерланды). В наш рейтинг вошли первые два распределительных предприятия (обоим присвоен рейтинг В). Анализ показателей их работы говорит о том, что они находятся в хорошем состоянии. Миноритарные инвесторы компаний энергетического сектора независимо от структуры акционеров позитивно восприняли решение о повышении тарифов на газ и электроэнергию для населения. По большому счету приватизация энергетического сектора в Украине еще только предстоит, а по-

ка можно сделать такой вывод: там, где доля государства менее 50%, энергетические компании демонстрируют неплохие финансовые результаты.

Компания «Донецкоблэнерго», которая замыкает наш рейтинг, несмотря на то что очень интересный объект. В ПФТС по этой компании было проведено 48 сделок всего на 9,6 млн гривен, за год акции компании по цене сделок выросли на 122,5%. Однако ОАО «Донецкоблэнерго» имело не только отрицательный собственный капитал, но и возросшие за 2006 год примерно в пять раз убытки. По-прежнему 65% акций «Донецкоблэнерго» находятся в собственности у государства.

Существуют три причины, по которым акции таких компаний, как «Донецкоблэнерго» и «Днепроблэнерго», продолжают расти при плохих фундаментальных показателях. Эти компании при приватизации будут интересны финансово-промышленным группам восточного региона Украины, что само по себе разогревает спрос на их акции. Тот, кто получит контроль над энергетикой, усилит свои позиции в регионе. Кроме того, специфика учета в энергетике не позволяет точно отражать рыночную стоимость основных фондов компаний в активах. Обратимся к цифрам: у «Донецкоблэнерго» первоначальная стоимость основных средств была 1,25 млрд

Как мы считаем

Рейтинг инвестиционной привлекательности указывает на фундаментальные предпосылки для роста котировок акций компаний-участниц рейтинга. Однако поскольку на динамику курса акций влияние оказывают не только экономические факторы, наш рейтинг не гарантирует такого роста котировок. Рейтинговая оценка присваивается компаниям с учетом четырнадцати статистических показателей, двенадцати расчетных коэффициентов и восьми дополнительных фундаментальных факторов. Также учитываются активность торговли акциями конкретной компании на организованном рынке и уровень ее корпоративного управления. В рейтинг попали украинские компании нефинансового сектора, которые удовлетворяют следующим критериям:

- наличие листинга на фондовой бирже ПФТС;
- наличие публичного годового отчета за 2006 год в национальной системе раскрытия информации (на сайте АРИФРУ или в общедоступной базе данных ГКЦБФР);
- размер капитализации на начало 2007-го превышал 250 млн гривен;
- осуществление не менее 24 сделок по акциям эмитента в ПФТС в течение 2006 года; рейтинг также присвоен четырем эмитентам, по которым проведено меньшее количество сделок, однако их капитализация превысила 500 млн гривен.

Методика определения (pi)-рейтинга инвестиционной привлекательности Рейтингового агентства «Эксперт-Рейтинг» построена на базе усовершенствованной модели Дюпона, в которой выделяется четыре группы показателей (алгоритм их расчета представлен в таблице 2):

1. Итоговая доходность — группа показателей, указывающая на способность компании приносить прибыль, исходя из имеющихся в ее распоряжении ресурсов. Основным среди показателей этой группы остается рентабельность собственного капитала.

2. Финансовая независимость — определяет финансовую безопасность компании, степень ее насыщенности долговыми ресурсами. В модели Дюпона эта группа показателей ограничивается только коэффициентом автономии. Однако в нашем рейтинге анализ финансовой независимости компании расширен с поправками на качество кредиторской задолженности, длительность текущих пассивов и т. п. При этом коэффициент автономии остается основным показателем.

3. Качество корпоративного управления. Наилучшим индикатором его качества остаются показатели прибыли предприятия, которую оно теоретически может распределить среди своих акционеров. Поэтому модель была дополнена коэффициентом рентабельности собственного капитала, который в сочетании с коэффициентом капитализации позволяет рассчитать три индикатора: текущую потенциальную доходность акции, коэффициент свободы и соотношение между рыночной и балансовой стоимостью предприятия (ключевой индикатор).

4. Влияние конъюнктуры рынков сырья, готовой продукции и других ресурсов, от которых зависит компания. Это и есть та внешняя среда, которая при отсутствии на предприятии схем налогового планирования становится главным рыночным фактором, влияющим на размер затрат, выручки, чистой прибыли. Здесь учитывается весь комплекс маркетинговых вопросов, связанных с возможностями снабжения и реализации готовой продукции. Основным среди показателей этой группы остается рентабельность продаж.

В качестве индикатора нормы доходности инвестора используется показатель прайм-рейт (Rp). За такую ставку мы приняли двойную учетную ставку НБУ. Этот показатель примерно соответствует максимальному уровню процентных ставок по банковским депозитам населения в национальной валюте.

Наибольшее число баллов, которое мог набрать эмитент, — 32. Диапазон баллов мы разделили на четыре сегмента: А (от 25 до 32) — отлично; В (17–24) — хорошо; С (9–16) — удовлетворительно; D (6–8) — неудовлетворительно. Компании, набравшие менее шести баллов, рейтингованию не подлежали.

■ Виталий Шапран

Чтобы поддержать национальный фондовый рынок, Госкомиссии по ценным бумагам и фондовому рынку необходимо ужесточить правила раскрытия информации и инициировать введение уголовной ответственности за несвоевременное или не-правдивое ее раскрытие



Перший крок
підготовки
виходу на IPO

прийми СОЛОМОНОВЕ рішення



- Оцінка основних фондів та активів
- Юридичний та фізичний Due Diligence
- Маркетинговий аналіз
- Бізнес-планування та моделювання розвитку компанії
- Інвестиційні меморандуми

www.solomon-group.com
+38 (044) 251-46-47 /48/ 50

Выборы не должны стать источником кризиса

Алексей Билязе, экономист отдела инвестиционного консалтинга ЗАО «Инвестиционная компания "Керамет Инвест"»:

— Сейчас наиболее перспективными секторами украинского фондового рынка являются генерация электроэнергии и металлургия. В период со второго квартала 2006-го по второй квартал 2007-го комплексный показатель риска (включает риски ликвидности и волатильности) у предприятий из этих отраслей редко превышал десятипроцентный барьер. По нашим расчетам, доходность инвестиций в эти отрасли составит не меньше пятидесяти процентов годовых. Подобное соотношение риска и доходности является приемлемым для развивающегося фондового рынка, поэтому мы рекомендуем покупать эти акции.

Индекс Первой фондовой торговой системы окончит этот год на уровне тысячи двухсот-тысячи трехсот пунктов. Досрочные парламентские выборы не должны стать источником очередного кризиса. Если политические силы будут готовы идти на взаимные уступки, то неопределенность окажется минимальной и не затормозит роста рынка.

■ Записал Виталий Шапран



От экспорта — к внутренним факторам роста

Николай Мягкий, помощник управляющего активами инвестиционных и пенсионных фондов ОАО «Кинто»:

— Поскольку с начала года индекс ПФТС поднялся почти на сто процентов, необходимо тщательнее подходить к подбору активов для инвестирования. Какие стратегии тут можно выделить? Прежде всего, интерес представляют акции небольших компаний, рост которых немного отстает от роста бумаг предприятий первого эшелона. Но, как правило, небольшие компании демонстрируют более высокие темпы роста бизнеса, чем крупные.

Кроме того, поскольку примерно восемьдесят процентов инвестиций на украинском фондовом рынке представлены в валюте, его динамика в основном будет определяться внешней конъюнктурой и настроениями на мировых фондовых площадках. Идея, которая сейчас «покупается» на всех развивающихся рынках, — переориентация с внешней модели роста экономики, завязанной на экспорте, на внутреннюю, завязанную на инвестициях и потреблении. Ликвидность, собранная экспортными сырьевыми товарами, постепенно просачивается и в другие сектора экономики, мультиплицируя свой эффект. Такой сценарий развития сейчас реализуется в России.

Наибольший рост может произойти в секторах, направленных на внутренний спрос и инфраструктуру: потребительском, банковском, энергетическом, строительном. Экспортноориентированные сектора с низкой добавленной стоимостью, такие как металлургия, могут продемонстрировать меньший рост, тогда как более технологичный сектор — машиностроение — может выиграть от возросшего инвестиционного спроса в той же России. В целом рынок продолжит расти и к концу года может увеличиться по крайней мере еще на двадцать-тридцать процентов.

■ Записал Владимир Духненко



гривен, износ на начало 2007 года составил 60%. Таким образом, остаточная стоимость основных средств по балансу составляла около 0,5 млрд гривен. Разумеется, все энергетические сети Донецкой области не могут стоить всего лишь полмиллиарда. Компания просто не проводила переоценку, а значит, не наращивала собственный капитал на сумму адекватной переоценки. К тому же, бизнес энергетических компаний предсказуем: у них каждый год примерно одно и то же число потребителей, а финансовые потоки легко просчитываются ввиду того, что цены на энергию стандартизованы. Для фондовых аналитиков заявления правительства о плановом росте цен на электроэнергию и тепло автоматически означают рост прогноза выручки компаний энергетического сектора.

Основательные металлургии

Группу В нашего рейтинга возглавило ОАО «Миттал Стил Кривой Рог». По ценам сделок за год акции компании выросли чуть более чем на 50%. Однако в долгосрочном периоде рынок ценных бумаг этой компании имеет очень туманные перспективы. За 2006 год с ее акциями было проведено 219 сделок, интерес к ним подогревали аукционы Фонда госимущества, а сам рынок держался на инвестиционных обязательствах покупателя при повторной приватизации. Пока ArcelorMittal не делает никаких резких движений в отношении миноритарных акционеров, баланс на рынке будет поддерживаться скупкой акций у мелких акционеров.

В группу В вошли также «Азовсталь», Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича, Днепровский металлургический комбинат им. Дзержинского. По ценам сделок за 2006 год акции меткомбинатов не принесли значительных доходов своим миноритариям. Однако сами металлургические предприятия оставались в неплохой форме и поддерживали адекватный уровень рентабельности. В ПФТС в 2006 году по ММК им. Ильича было зарегистрировано 397 сделок, по Азовстали — 571. Всплеск активности по акциям «Азовстали» и Северного ГОКа, очевидно, связан с оживлением скупки акций холдингом «Систем Кэпитал Менеджмент» для организации компании «Метинвест».

Аналогичные процессы можно было наблюдать по трубным заводам корпорации «Интерпайп», которая продолжает готовиться к IPO и в первой половине 2007 года даже сменила имя одной из своих кипрских дочерей на Interpipe Limited. Среди участников группы В оказался Днепропетровский трубный завод, акции которого по ценам сделок выросли на 274%,



а объем торгов превысил 100 млн гривен. Инвестиции в акции трубных заводов довольно привлекательны, во второй половине нынешнего года можно будет ожидать всплеск интереса к акциям этих компаний, особенно если «Интерпайп» продолжит делать конкретные шаги для организации первичного публичного размещения на одной из международных площадок.

Неликвидный и недооцененный

Анализ влияния фундаментальных факторов на курс акций компаний в этот раз проводился не по ценам котировок, а по ценам сделок. В ПФТС уже появилось достаточно эмитентов, по которым торговая активность позволяет понять, как рынок оценивает ту или иную компанию. Только шесть из 16 компаний группы В показывали отрицательную динамику по ценам сделок. Рейтинг С получили 33 эмитента, из них только 12 по ценам сделок показали отрицательный результат. Часто наблюдалась парадоксальная ситуация, когда по ценам сделок акции росли, а по ценам котировок снижались, и наоборот. Происходило это по двум причинам. С одной стороны, при расчете доходности инвестора по котировкам использовалась котировка на продажу акций на начало года и на покупку акций на конец года. Таким образом, в расчетах учитывалась маржа, которая, например, по такому предприятию, как Марганецкий ГОК, достигала 286%. Кроме того, цена по сделкам часто зависела от размера пакета, который фигурировал в транзакции.

Анализируя картину в целом и сопоставляя ее с 2005 годом, можно утверждать, что, несмотря на наличие аномалий и неэффективно управляемых предприятий, рыночная ситуация в нашей стране несколько улучшилась. В рейтинге оказалось больше компаний с правильными балансами и отчетами о прибылях и убытках, по ним более активно велись торги, и рынок постепенно приобретал ликвидные черты. И хотя рынок остается еще очень далеким от западных стандартов, на фоне развития национальной системы раскрытия информации давление фундаментальных факторов на котировки будет усиливаться.

Анализ по основным индикаторам (P/B, P/E и P/S) дает разноформатные результаты. С одной стороны, по показателям P/B и P/S украинские компании выглядят недооцененными. При P/B ММК им. Ильича на уровне 0,96 и неплохом уровне рентабельности собственного капитала (10,53%) акции выглядели недооцененными как минимум в 3–4 раза. Так, по данным агентства Reuters, на 18 июня 2007 года среднеотраслевой P/B в черной

РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ / 67

металлургии составлял 3,92. В то же время P/E у металлургических компаний, которые торгуются на американских биржах, составлял 14,94. И если у ММК им. Ильича P/E также сигнализировал о недооценке, то, к примеру, у Полтавского ГОКа этот коэффициент на уровне 40,33 сигнализировал о переоценке акций на украинском рынке.

В целом большие значения P/E свойственны развивающимся рынкам, например, в Китае этот коэффициент у некоторых компаний переваливает за 70, при этом они торгуются на биржах США. В нашем рейтинге абсолютный рекорд по P/E был зафиксирован по Никопольскому заводу ферросплавов на уровне 1648,6. В среднем по показателям P/B и P/S есть недооценка рынка на 50–60%, и это один из главных признаков роста отечественного фондового рынка. Отраслевые значения индикаторов, взятые с американского рынка, могут качественно отличаться от украинских, например стандартами учета и качеством отчетности, на основе которых производится расчет данных индикаторов.

Решение проблем со стандартами отчетности, которая используется для расчета индикаторов, тесно связано с качеством раскрытия информации. К сожалению, в Украине по-прежнему неудовлетворительно организован сам процесс раскрытия информации эмитентами. Из-за отсутствия отчетности в национальной системе раскрытия информации по состоянию на 18 июня в наш рейтинг не попали такие гиганты отечественной промышленности, как «Мотор Січ», «Стирол», «Западэнерго», «Днепроспецсталь», «Нефтехимик Прикарпатья» и Запорожский алюминиевый комбинат.

Работа над ошибками

Чтобы обеспечить развитие национального фондового рынка, государству следует менять политику в области корпоративных финансов. Фонд государственного имущества должен пересмотреть философию работы. Главной целью для управляющего государственным имуществом должна стать не продажа госпакетов акций как можно дороже, а формирование своими действиями рынка акций в среде портфельных инвесторов. Постоянная продажа мелких пакетов портфельным инвесторам с последующим их введением в состав органов управления приватизируемых предприятий должна оживить рынок акций.

Госкомиссии по ценным бумагам и фондовому рынку следует ужесточить правила раскрытия информации и предусмотреть возможность введения уголовной ответственности за несвоевременное или неправдивое ее раскрытие (существу-

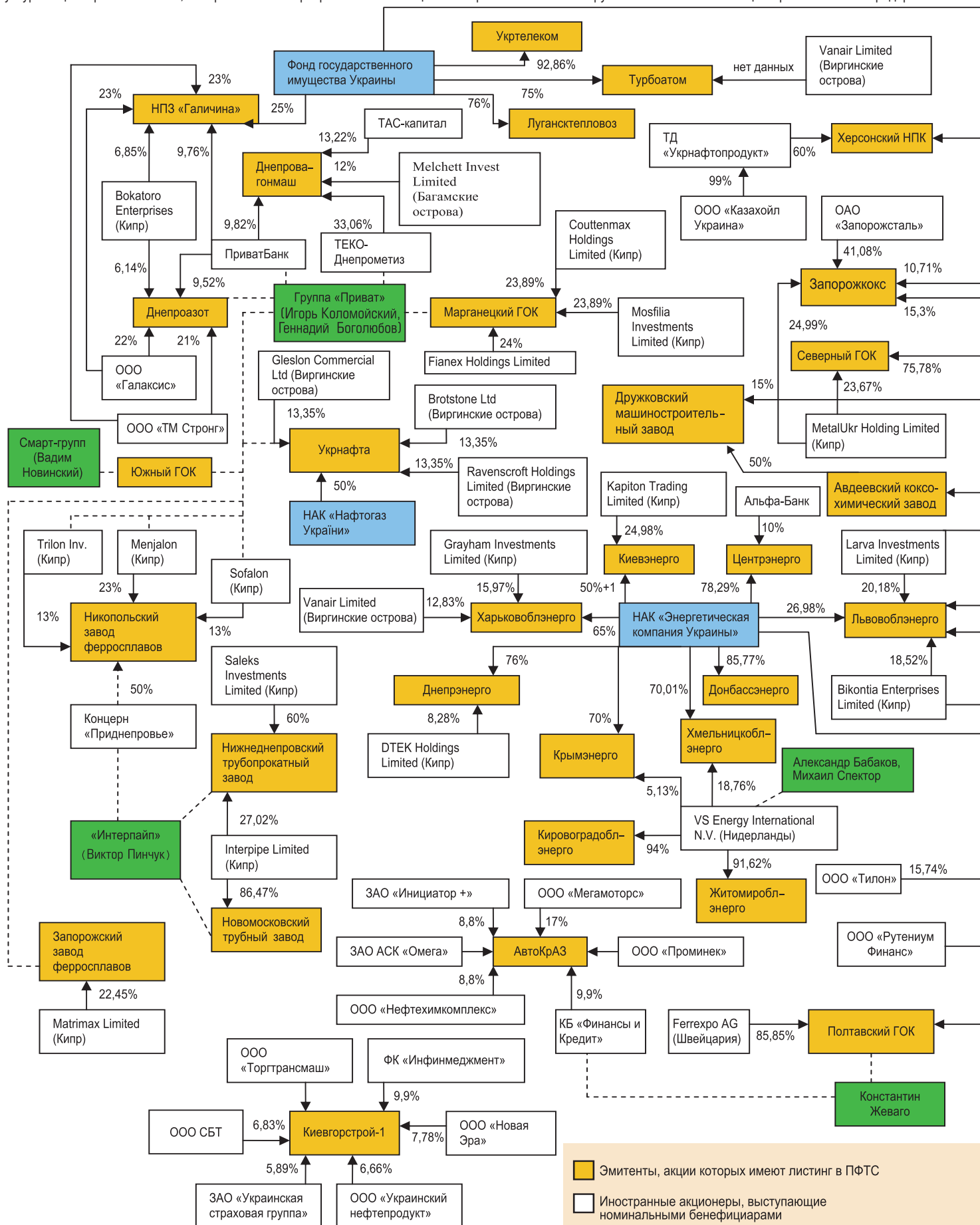
ющая система штрафов не является эффективным инструментом влияния на предприятие). ГКЦБФР также должна предусмотреть введение автоматических санкций, например, делистинга со стороны бирж в случае нераскрытия эмитентами регулярной и особенной информации. Поскольку в стране остается острая биржевая конкуренция, фондовые площадки не могут себе позволить жестких действий по отношению к эмитентам, если

В рейтинг инвестиционной привлекательности промышленных предприятий по итогам 2006 года вошли пятьдесят компаний, суммарная капитализация которых превышает 25% ВВП Украины

только эти действия не будут регламентированы правилами регулятора.

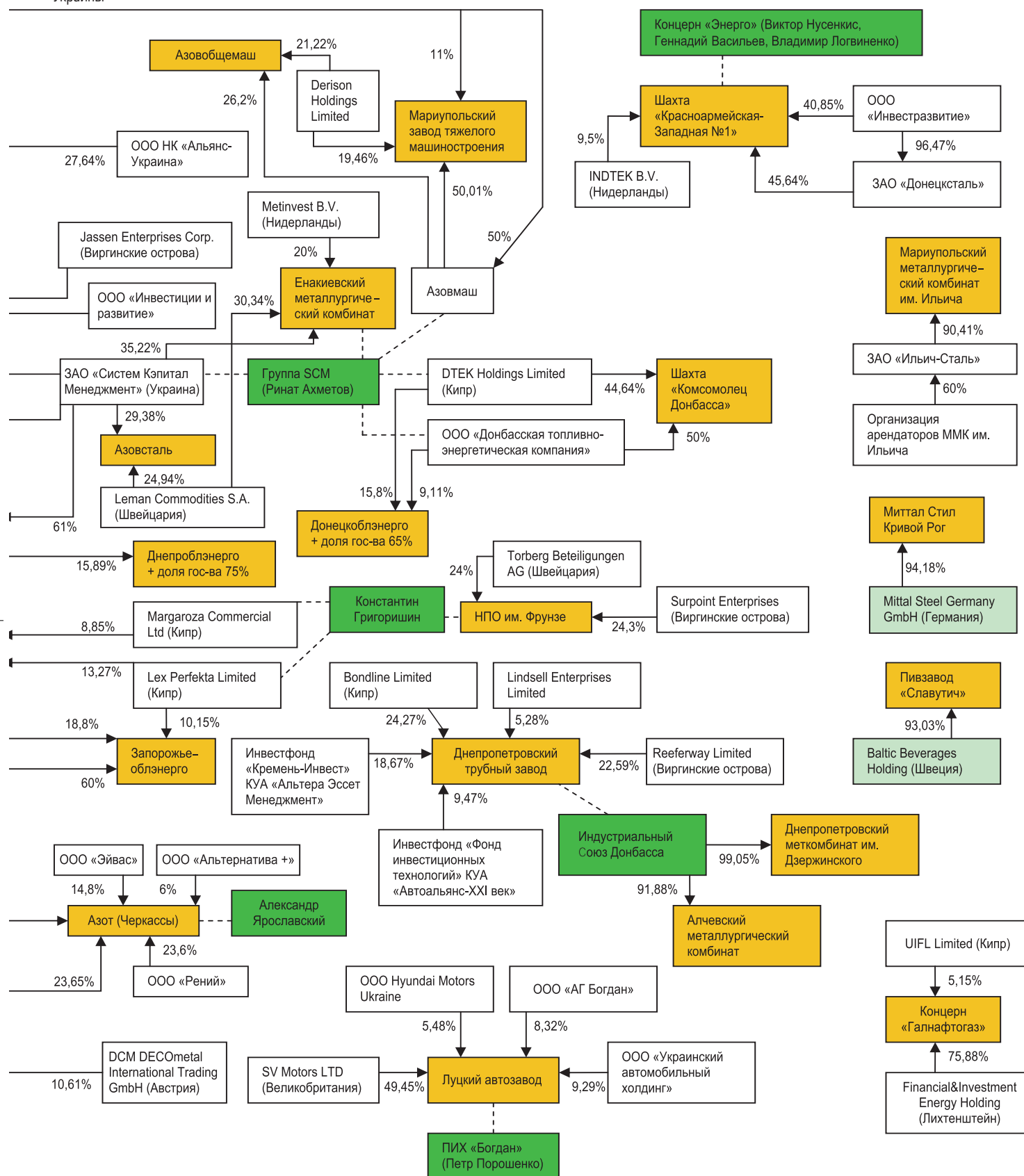
Наконец, ГКЦБФР и Госфинмониторингу предстоит детально изучить все размещения, проведенные украинскими эмитентами на зарубежных площадках, и оценить их влияние на становление национального рынка акций, выработав разумные ограничения на такие эмиссии. Ситуаций, когда эмитент проводит размещение за пределами Украины, а его годового отчета даже нет в национальной системе раскрытия информации, быть не должно.

Все перечисленные меры носят лишь превентивный характер. И госрегуляторы, и ПФТС остаются заложниками политической ситуации, при которой невозможно ни принять закон об акционерных обществах, ни привести в порядок судебную систему, ни провести системную реформу в области регулирования финансового рынка страны. ■



ЭКСПЕРТ №26 2-8 ИЮЛЯ 2007

Украины



■ Органы государственной власти или государственные компании
■ Конечные субъекты контроля, владения или влияния на эмитента

Источник: РА «Эксперт-Рейтинг» по данным Агентства по развитию инфраструктуры фондового рынка Украины и информационных агентств

Виталий Шапран, Владимир Духненко Карнавал офшоров

Отечественные финансово-промышленные группы не заинтересованы в приходе портфельных инвесторов на украинский фондовый рынок. Это грозит стагнацией рынка ценных бумаг и ее ведущей биржевой площадки — ПФТС



БОГДАН САМОЙЛЕНКО

Первая фондовая торговая система (ПФТС) сейчас самая известная и популярная биржевая площадка в Украине. Ей вполне могут позавидовать все наши ведущие политики, поскольку здесь сконцентрированы интересы олигархов, крупных иностранных объединений, формальных и неформальных финансово-промышленных групп, работающих в стране.

Корпоративный ландшафт

Чтобы понять, каково влияние ПФТС на фондовом рынке Украины, мы решили исследовать корпоративный ландшафт эмитентов, торгуемых на ПФТС. В наш рейтинг инвестиционной привлекательности промышленных предприятий вошли пятьдесят компаний. В зависимости от того, кто стоит за предприятиями, акции, которых торгуются на ПФТС, мы систематизи-

ровали эмитентов, разделив их на определенные классы и выделив центры влияния (см. рис. 1).

Лагерь эмитентов, контролируемых государством, неоднороден и имеет две зоны влияния: Фонд госимущества (ФГИ) и подконтрольные правительству национальные акционерные компании. Цели ФГИ просты и понятны: пакеты акций госпредприятий на бирже необходимо продавать подороже. Поэтому Фонд заинтересован в адекватной оценке рынком своих пакетов и в ликвидности бумаг таких предприятий. С национальными акционерными компаниями дела обстоят сложнее: НАК «Нафтогаз України» и НАК «Энергетическая компания Украины» слишком зависят от экономического блока правительства, что создает конфликт интересов. Ведь бюджет получает не только дивиденды на госпакеты акций, но и формируется за счет налогов пред-

приятий с государственной долей собственности. Принимая решение о повышении налогового давления на компании, например, в форме рентных платежей, Кабинет министров лишает миноритариев части дивидендных выплат и перераспределяет доходы в свою пользу. Часто такая политика оставляет самих эмитентов без средств на дальнейшее развитие.

Непонятны и принципы, по которым частью компаний управляет ФГИ, а часть подчинена правительству. Создается впечатление, что чиновники делили сферы влияния не по отраслям, а по иным принципам. Так, большинство крупных пакетов акций энергетических компаний находится в собственности НАК «Энергетическая компания Украины», 100% которой принадлежит Министерству топлива и энергетики, а 75% акций «Турбоатома» владеет ФГИ. Поэтому одной из основных задач нового Кабина, сформированного



после выборов 30 сентября, должно стать отделение органов, управляющих госактивами, от фискальных учреждений. В противном случае исполнительный орган власти рискует получить звание рейдера.

Обманчивые цифры

По данным ГКЦБФР, объем торгов акциями на биржах и в торгово-информационных системах за прошлый год составил лишь 3,07% от общего оборота украинского фондового рынка. Такая же ситуация и на рынке корпоративных облигаций: более 95% сделок осуществлены по телефону. Это говорит о том, что отечественный рынок ценных бумаг представляет собой лакомый кусочек для организаторов торгов и не факт, что нынешнее доминирование ПФТС сохранится и в будущем.

Самая низкая доля ПФТС в объеме торгов на организованном рынке акций была зафиксирована на уровне 59% в 2004 году, тогда как сейчас она составляет почти 86% (см. табл. 3). По данным регулятора, в 2006-м общий оборот украинского фондового рынка составил 492,78 млрд гривен, однако за этой цифрой прежде всего стоит поэтапная скупка акций. Чтобы попасть на ПФТС, где торгуются в основном крупные пакеты, вначале эти пакеты необходимо сформировать: скупить мелкие пакеты у трудовых коллективов, торговцев и т. д. То есть прежде чем попасть на ПФТС, одни и те же акции проходят через множество рук и в обороте рынка учитываются не один раз. А если учесть, что все биржи зарабатывают себе на жизнь, не брезгуя проведением технических сделок с мусорными бумагами, то реально влияние ПФТС нужно рассчитывать по доле в рыночной капитализации. Однако регулятор не подает статистики о капитализации всего рынка, нет и комплексной информации о капитализации фондовых бирж, на рынке лишь появляются различные оценки. Так, по мнению международного рейтингового агентства Standard&Poor's, капитализация украинского рынка акций по итогам 2006 года составила 216,62 млрд гривен. Тогда как по данным ПФТС, размер ее капитализации составлял 222,8 млрд

РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ / 71

гривен. В своих расчетах S&P не учитывало стоимости госпакетов акций, что методически неверно. Даже если ГКЦБФР удастся подсчитать капитализацию украинского рынка акций, его участники будут сомневаться в корректности этих расчетов из-за мусорной торговли. В то же время по размеру капитализации ПФТС, недавно вступившая в Международную федерацию бирж, уже обошла столичные фондовые биржи Венгрии, Ирана, Кипра и Словении (см. рис. 2).

Но дело в том, что от украинских биржевых площадок зависит немного. Часть торговой активности в ПФТС может быть связана с продолжающейся скупкой олигархами акций своих компаний. Кроме того, структура собственности многих предприятий, акции которых считаются наиболее инвестиционно привлекательными, такова, что их мажоритарные владельцы пичкают их дочерними структурами в юрисдикциях с мягким налоговым климатом. Ранее считалось, что крупные бизнесмены укомплектовывают свои компании офшорными акционерами, чтобы скрыть истинную структуру собственников. Теперь имена и фамилии тех, кто стоит за офшорами, известны, но такие схемы по-прежнему снижают угрозы размывания прав собственности, что пришло к украинскому рынку и от чего не за-

щищают ни регулятор, ни фондовые площадки.

В последнее время такие активы все чаще выводятся на первичное публичное размещение за рубежом (IPO). Эту тенденцию стоило бы приветствовать, если бы не одно но. На международных площадках котируются не украинские компании, а британские, голландские, кипрские и т. д., то есть публичное размещение не способствует развитию национального фондового рынка. К примеру, в середине июня на основной площадке Лондонской фондовой биржи провела размещение 27% (25% плюс 2% greenshoe) компания Ferrexpro plc, зарегистрированная в Великобритании. Она концентрирует активы Ferrexpro AG (Швейцария), которой принадлежит 85,9% акций Полтавского ГОКа. Следующей на очереди может оказаться Interpipe Limited (Кипр), в основе которой лежат пакеты акций Нижнеднепровского трубопрокатного и Новомосковского трубного заводов.

Стратег портфельщику не товарищ

Так нужны ли отечественным финансово-промышленным группам портфельные инвесторы? Сложилась ситуация, когда бирже больше нужны эмитенты, чем биржа эмитентам. В 2006-м произошло одно

Мажоритарные акционеры «Запорожстали», сознательно пойдя на размывание доли миноритариев, показали, что реакция рынка им не важна. Любой эмитент может повторить судьбу «Запорожстали», то есть налицо риски для инвесторов, не связанные с деловой активностью в стране или показателями предприятия

В ПФТС заключается менее 3% сделок с акциями

Таблица 3

Динамика объемов торгов на украинском фондовом рынке

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Общий объем торгов на рынке ценных бумаг, млрд грн	39,2	68,5	108,6	203,0	321,3	403,8	492,8
Объем торгов на организованном рынке, млрд грн	2,8	9,2	6,5	3,5	9,4	16,4	29,1
Объем торгов в ПФТС, млрд грн	1,5	6,3	6,3	3,2	7,0	14,5	28,0
Доля ПФТС в объеме торгов на рынке ценных бумаг, %	3,73	9,18	5,77	1,58	2,18	3,59	5,68
Доля ПФТС в объеме торгов на организованном рынке, %	52,25	68,32	96,49	91,89	74,47	88,37	96,35
Общий объем торгов акциями, млрд грн	11,54	19,36	34,24	76,98	138,77	179,79	225,65
Объем торгов акциями на организованном рынке, млрд грн	2,13	1,28	0,94	0,84	1,84	4,48	6,95
Объем торгов акциями в ПФТС, млрд грн	1,41	1,14	0,68	0,55	1,08	3,37	5,97
Доля ПФТС в объеме торгов на рынке акций, %	12,25	5,89	1,97	0,71	0,78	1,87	2,65
Доля ПФТС в объеме торгов на организованном рынке акций, %	66,38	89,06	71,91	65,12	58,86	75,25	85,94

Источники: ПФТС, ГКЦБФР; расчеты: РА «Эксперт-Рейтинг»

У системы раскрытия информации новое лицо

Евгений Петрик, директор Государственного учреждения «Агентство по развитию инфраструктуры фондового рынка Украины»:

— Основным достижением этого года стало вступление в силу Положения ГКЦБФР о раскрытии информации эмитентами ценных бумаг и начало работы веб-сайта общедоступной информационной базы данных о рынке ценных бумаг (www.stockmarket.gov.ua). С 1 марта 2007-го эмитенты ценных бумаг обязаны размещать важную информацию и информацию об ипотечных ценных бумагах в общедоступной базе данных. Кроме того, некоторые эмитенты (с государственной долей, эмитенты облигаций) обязаны предоставлять ежеквартальную информацию.

Размещение является бесплатным. Такая система раскрытия информации отвечает требованиям Положения ГКЦБФР. В общедоступной информационной базе данных зарегистрировано четыре тысячи девятьсот субъектов раскрытия информации, размещено более пяти тысяч восьмисот сообщений и восемьсот пятьдесят регулярных квартальных отчетов эмитентов ценных бумаг.

При этом разницы в интенсивности раскрытия информации между эмитентами, которые прошли листинг на бирже, и остальными нет. Это скорее зависит от количества принятых управленческих решений, которые эмитент обязан раскрывать.

■ Записал Виталий Шапран



АЛЕКСАНДР КАДНИКОВ

Рынок готов перейти на новый уровень, чтобы не задохнуться

Виталий Шушковский, вице-президент инвестиционной компании «Украинский фондовый центр»:

— Цены на акции многих украинских компаний начинают кусаться. Однако до тех пор, пока замедление мировой экономики будет оставаться теоретическим прогнозом, а спрос и цены на черные металлы продолжат расти, интересными останутся акции многих эмитентов, связанных с металлургией. Текущие цены не в полной мере учитывают потенциал роста прибыли компаний отрасли как при благоприятном, так и при нейтральном сценариях развития событий на рынке стали. Пока фаворитами являются предприятия «Азовсталь» и Ясиновский коксохим. Мы также рекомендуем обратить внимание на забытого многими участниками рынка производителя промышленных материалов — Запорожский абразивный комбинат.

Основная проблема, остро вставшая в этом году, — недостаточная глубина рынка. При среднестатистической доле акций, находящихся в свободном обращении, на уровне десяти процентов украинский рынок в последние месяцы с трудом переваривает объемы поступающих на него средств. Проведенные за последние годы размещения всего несколько раз подарили вторичному рынку акций новые имена (АКБ «Форум», Родовід Банк, в плане роста доли акций в свободном обращении — ЛуАЗ).

Серьезных подвижек в инфраструктуре рынка так и не произошло. ПФТС отработала о запусте рынка заявок, но пока незаметно, чтобы эта платформа приобрела значительный вес. Думаю, рынок уже созрел для внедрения более совершенного механизма торговли. Спрэд по многим акциям давно снизился до уровня трех-четырех процентов, а в некоторых случаях — и до одного процента, обороты растут. Если в ближайшие полгода-год инфраструктура не выйдет на качественно более высокий уровень, она начнет душить развитие рынка.

■ Записал Виталий Шапран



КОНСТАНТИН ЧЕРНИЧУК

неприятное событие: состав индексной корзины ПФТС, а впоследствии и листинг, покинули акции одного из крупнейших металлургических комбинатов страны — ОАО «Запорожсталь». Последняя сделка по бумагам компании состоялась год назад — 30 июня 2006-го. В нашем прошлогоднем рейтинге компания попала во вторую группу привлекательных предприятий, где заняла третью позицию. В феврале 2006-го крах рынка акций «Запорожстали» в ПФТС ничто не предвещало, однако затем торги ее бумагами были приостановлены. Причиной стало присоединение к комбинату пяти обществ с ограниченной ответственностью: «Торговый дом "Запорожсталь"», «Стил Трек», «Торговый дом огнеупоров», ПТП «Запорожсталь-Инвест-Торгпром» и «Центросталь». То есть завод был объединен с собственными трейдерами. Такое объединение со своими дочерними структурами несло выгоды мажоритарным акционерам. Однако основные акционеры размыли долю миноритариев, с которыми поступили, по западным меркам, незачинно. Шквал обвинений, скандальное собрание акционеров, истерики фондовых трейдеров и крупных компаний по управлению активами, а также падение котировок в ПФТС в первой половине прошлого года с шести до трех гривен за акцию — таков итог эгоизма основных владельцев комбината **Андрея Иванова** («Киев Инвестмент Груп»), **Эдуарда Шифрина** и **Александра Шнайдера** (Midland Resources), а также **Игоря Дворецкого** (СК «Захід-Резерв»).

Очевидно, что эти три бизнес-группы полностью осознавали последствия решений собрания акционеров в июне 2006-го и сознательно пошли на разбавление доли миноритариев, понимая: торговцы такого шага им не простят. Но все же они на это решились, значит, реакция фондовиков была им не так уж важна. Похоже, любой эмитент на украинском рынке может повторить судьбу «Запорожстали». То есть налицо риски для инвесторов, причем такие, которые никак не связаны с деловой активностью в стране или экономическими показателями предприятия.

При этом делистинг ОАО «Запорожсталь» никак не отразился на финансовых показателях компании. В 2006-м выручка комбината составила 8,6 млрд гривен, чистая прибыль — 0,731 млрд гривен, чистый доход вырос на 12%, завод продолжал реконструкцию производственных мощностей, постепенно наращивая долгосрочные кредиты банков. Он также вовремя опубликовал отчет за прошлый год на сайте Агентства по развитию инфраструктуры фондового рынка Украины.

Возможно, через пару лет акции, выпущенные под активы «Запорожстали», появятся на фондовых биржах за рубежом.



Уже видны первые признаки подготовки к такому размещению. В этом году основной акционер предприятия компания Global Steel Investments Limited (Манчестер, Великобритания) дважды увеличила долю в ОАО «Запорожсталь» и сейчас владеет 44,75% его акций.

Кто станет лидером?

В 2005–2006 годах украинские фондовые биржи не раз публично демонстрировали свои намерения отобрать у ПФТС часть рынка. Судя по прошлогодней статистике, сейчас лидер чувствует себя даже увереннее, чем в прежние годы. ПФТС изначально создавалась на базе профильной ассоциации торговцев ценными бумагами, отчасти это и стало залогом ее успеха. Однако проблемы с получением в 2006-м Первой фондовой торговой системой статуса фондовой биржи продемонстрировали, что далеко не все согласны с ее лидерством.

Первые признаки такого недовольства появились этой весной, когда по рынку поползли слухи о возможной продаже биржи «Иннэкс» (бывшая Донецкая фондовая биржа) российской площадке РТС. Интерес россиян к нашим фондовым биржам объясняется не только желанием отдельных торговцев поучаствовать в отечественном фондовом ралли, но и возмож-

РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ / 73

Украинская биржа уже крупнее венгерской и иранской

Рисунок 2

Капитализация некоторых фондовых бирж евразийского и африканского регионов



Источник: данные бирж, расчеты: РА «Эксперт-Рейтинг»

ностью привлечь украинских эмитентов к использованию инструмента Российских депозитарных расписок (РДР), который вот-вот будет запущен.

Всего в Украине работают семь бирж и две торгово-информационные системы. В феврале нынешнего года была аннулирована лицензия Крымской фондовой биржи, еще раньше, в сентябре 2006-го, не

стала продлевать лицензию Луганская фондовая биржа. Небольшой сюрприз рынку преподнесло собрание акционеров Украинской межбанковской валютной биржи (УМВБ), состоявшееся 30 мая. Из состава биржевого комитета вышли представители Ощадбанка, Укрсоцбанка и УкрСиббанка, а вошли президент рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг» Александр Гинзбург и его юридический консультант Эмиль Купайгородский, управляющий директор инвестиционной компании «Гриффон Капитал» Федор Гречанинов и глава украинского офиса компании «Ренессанс Капитал» Григорий Гуртовой. По информации газеты «Ъ-Украина», у новых членов биржевого комитета была доверенность на голосование от имени собственников почти 85% акций УМВБ, это и позволило им изменить состав ее комитета. По заявлению одного из новых членов биржевого комитета, УМВБ станет «лидирующей фондовой площадкой». Создать в стране биржу, превосходящую ПФТС, можно либо заручившись поддержкой олигархов, эмитенты которых спокойно торгуются на ПФТС, либо уговорив исполнительную власть, в частности, чиновников Кабмина, способствовать прохождению листинга подконтрольных им компаний еще на одной площадке.

ЭКСПЕРТ №26 2-8 ИЮЛЯ 2007

balance
business
books
BEST FOR BUSINESS

В2В-МАРКЕТИНГ

правила гри та практичні приклади маркетингу на ділових ринках

Ринки В2В стають все більшими, ціннішими та цікавішими за ринки В2С. Ця книга містить велику кількість локальних та глобальних прикладів з практики В2В-маркетингу.

Рей Райт
В2В-МАРКЕТИНГ
Пошаговое руководство

Ця книга про те, як:

- компанії знайти своє місце в системі В2В;
- організувати дієву систему управління В2В-продуктами;
- шукати нові можливості для розвитку В2В-маркетингу.

Де придбати?

Магазин «Бізнес Книга»
Київ, бульвар Шевченка, 33
Бізнес-центр «Європа Плаза», 2-й поверх.
Тел.: 38 (044) 569-77-22

Або у фірмовому Інтернет-магазині
www.business-kniga.com

Новинка видавництва
«Баланс Бізнес Букс»

УВАГА!

Додатковий тираж журналу
"Експерт Україна" зі спецвипуском
"Інвестиційний рейтинг промислових
підприємств" ви зможете придбати у відділі
розповсюдження ТОВ СМГ
за тел: (044) 494-28-14.
Контактна особа Юрій Бойко

ЭКСПЕРТ
УКРАЇНСЬКИЙ ДЕЛОВОЙ ЖУРНАЛ
2 ІЮЛЯ — 8 ІЮЛЯ 2007 (123)

РЕЙТИНГ
ПРОМЫШЛЕННЫХ
ПРЕДПРИЯТИЙ
Украины

www.expert.ua