

# Стандарты корпоративного управления

## Не унесённые ветром



Май 2013

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Можно без преувеличения сказать, что компании, не унесённые ветрами перемен и кризисными ураганами, поддержавшие и сохранившие высокие стандарты отношений с инвесторами и практик корпоративного управления, являются основой нашего фондового рынка. И хотелось бы, чтобы они стали главными героями нашего нового рассказа о корпоративном управлении. При том, что в истории относительно молодого украинского рынка, как и в истории нашего ещё более молодого исследования практик корпоративного управления, было много разочарований, - всё-таки есть и они. Есть компании, с которыми приятно работать и аналитикам, и инвесторам. Есть компании, прошедшие проверку временем и сохранившие возможность финансироваться за счёт рынков капитала.

И хотя мы видим, что применение высоких стандартов и практик диктуется исключительно извне, и такие стандарты не всегда однозначно воспринимаются украинскими основателями бизнеса, мы довольны тем, что количество компаний, стремящихся к лучшему, растёт. Растёт в основном, за счёт новичков фондового рынка, отважившихся принять возросшие требования к украинским эмитентам, готовых внедрять лучшие практики для того, чтобы соответствовать международным стандартам. Мы осознаём, что часть новичков (а новички, как показывает наше исследование, всегда вначале ведут себя образцово) могут ухудшить проявляемые ныне высокие стандарты, но мы верим, что разочарований в будущем будет меньше.

Со времени нашего дебютного исследования 2007 года, появился полноценный класс компаний, прошедших процесс публичного размещения акций на международных биржах по международным стандартам (в 2007м таких было лишь 6). Именно эти новые компании, наряду с несколькими оставшимися первопроходцами, формируют значительную часть нашего «инвестиционного», качественного, списка эмитентов.

С появлением нового класса эмитентов, ростом требований фондового рынка, менялись и наши критерии в оценивании стандартов и практик. Например, если в нашем исследовании 2008 года целых 30 эмитентов нами были заподозрены в риске размытия доли миноритариев путем непрозрачной допэмиссии акций, то в нашем последнем рейтинге мы от такого критерия оценки отказались - компании с таким риском просто в наши списки не попадают. При этом, в новом рейтинге мы осмелились ввести критерий присутствия в контролирующих органах компаний независимых директоров или представителей миноритарных акционеров – о таком критерии мы даже не задумывались в далёком 2007м.

## Содержание

<b>Вступление</b>	<b>4</b>
<b>Подход в оценивании</b>	<b>6</b>
Краткий обзор критериев	6
Ключевые изменения в оценивании	7
Классификация оценок	8
Отбор эмитентов для исследования	9
<b>Итоги рейтинга</b>	<b>10</b>
Результат рейтинга 2013	11
Лидеры по категориям	14
<b>Исторический аспект</b>	<b>15</b>
Постоянное обновление списков создаёт иллюзию прогресса	16
Эволюция рейтинга: сбрасывание балласта и свежая кровь	17
Дебютанты – основной фактор улучшения	18
Свежая кровь быстрее портится	20
Регресс преобладает над прогрессом	21
О тех, кто показал прогресс	22
О тех, кто прошёл проверку временем	25
О тех, кто выпал из наших рейтингов	27
Дебютанты исследования – 2013	29
Дебютанты против старожилов: 2013	31
Взгляд в будущее	32
<b>Выводы исследования - 2013</b>	<b>35</b>
Сui prodest, или портрет идеального эмитента	36
Скажи мне, как ты размещался...	37
Чужакам у нас не место	40
Ещё раз о чужаках: ТНК не отличаются от олигархов, госкомпаний	41
Учёт и открытость для СМИ – главные улучшения	42
Заграница помогает высокими требованиями	43
Олигархи как и прежде «пасут задних»; госкомпании «очистились»	45
Три состоявшихся сектора	47
<b>Корпоративное управление и ценные бумаги</b>	<b>49</b>
Высокие стандарты – для справедливой оценки	50
Рынок стал чувствителен к качеству	51
«Доплачивать за стандарты» рынок не готов	53
Качество КУ – аргумент для облигаций	54
Рейтинг КУ и кредитные рейтинги	55
<b>Приложения</b>	<b>57</b>
<b>I Методология оценивания</b>	<b>58</b>
(А) Отчётность/раскрытие информации	59
(Б) Права миноритарных акционеров	61
(В) Связи с инвесторами, открытость информации	63
<b>II. Компании из предыдущих рейтингов</b>	<b>65</b>

## ВСТУПЛЕНИЕ

### Что мы исследуем

Предметом нашего исследования, как и прежде, остаются внешние проявления практик и стандартов корпоративного управления украинских публичных компаний. Мы фокусируемся на аспектах практик и стандартов, важных для фондового рынка, то есть для миноритарных акционеров и держателей облигаций.

Мы ни в коем случае не пытаемся оценить качество внутренней корпоративной структуры, механизмы принятия управленческих решений, практики делегирования полномочий или методы контроля основным собственником менеджмента компаний.

Что важно для любого инвестора, кроме заработка на инвестиции? Конечно же, минимизировать риски, что в первую очередь зависит от степени защищённости его прав и интересов. Именно об этом и наш рассказ.

Если мы смотрим с позиции миноритарного акционера, то желательно, чтобы с ним считались руководители компаний, а в идеале – чтобы крупные акционеры относились к нему как равноправному участнику компании. Чтобы он был вовремя и в полной мере осведомлён о результатах предприятия, его планах, о возникновении серьёзных рисков. Чтобы он мог влиять или хотя бы быть своевременно осведомлённым о важных решениях компании. В идеале – чтобы он знал не меньше, чем ключевой акционер публичной компании.

Качество и полнота отчётности, прозрачность и понятность структуры компании, отношение к миноритарным акционерам (держателям облигаций) и открытость компании для внешнего мира – это те проявления стандартов и практик, на которых мы продолжаем фокусироваться.

### Основные выводы

#### **Есть приток качественных компаний**

По сравнению с предыдущими рейтингами, увеличилось количество компаний, демонстрирующих высокие стандарты корпоративного управления. Но большинство «качественных» эмитентов являются дебютантами нашего рейтинга. То есть, качественный «прорыв» - результат пополнения нашего рейтинга новичками. При этом, положительная динамика наших предыдущих исследований имеет те же корни.

#### **Эмитенты облигаций лучше эмитентов акций**

Ключевыми дебютантами нашего нового рейтинга являются украинские эмитенты облигаций. Большинство из них приятно удивили проявлениями высоких стандартов корпоративного управления и открытости.

#### **Высокие стандарты – инструмент для доступа к финансированию**

Соблюдение качественных практик корпоративного управления является важным для тех, кто видит в этом возможность дополнительного привлечения акционерного капитала, или дешёвых долгов. Поэтому, высокие стандарты корпоративного управления присущи компаниям, собственники которых не имеют альтернативных возможностей привлечения внешнего финансирования. Самым качественным компаниям присущи ограниченное кредитное финансирование и отсутствие крупных связанных сторон. Так как максимальную выгоду от рыночного

финансирования можно получить на зарубежных биржах, такие компании размещаются за рубежом.

#### **Проявление высоких стандартов нужно не всем**

Если качественное корпоративное управление является средством для привлечения внешнего финансирования, то становится понятной пассивная позиция в этом направлении у компаний олигархов и ТНК, а также госкомпаний. Большинство из них пасут задних в нашем новом рейтинге, хотя и показывают значительный прогресс. Примечательно, что и у олигархов формируется пул компаний-флагманов, активно привлекающих финансирование на международных рынках. Также примечательно, что активы ТНК выглядят более сильными с точки зрения «внутренних» практик корпоративного управления (не являющихся предметом нашего исследования).

#### **Проявление высоких стандартов – «откатка обязательной программы»**

Подавляющее большинство новичков фондового рынка, как и старожилов на иностранных биржах, показывают высокие стандарты в критериях, являющихся обязательными для успешного привлечения капитала (подтверждённая независимым аудитором отчётность, хороший вебсайт, налаженные связи с инвесторами, и наличие независимых лиц в совете). При этом, они мало чем отличаются от менее успешных групп компаний по необязательным статьям программы (качество отчётности, активность в СМИ). То же самое можно сказать и об эмитентах украинских бирж: многие продемонстрировали улучшение практик, но это скорее связано с более жёсткими требованиями к украинским публичным компаниям.

#### **Новички всегда выглядят отличниками, но это обманчиво**

В число дебютантов наших рейтингов, как правило, попадают компании, недавно вышедшие с привлечением на рынок капитала. Для привлечения капитала они прихорашиваются, чтобы выгодно отличаться от других. Неудивительно, что недавно «вышедшие» компании всегда получали высокие баллы наших рейтингов. Тем не менее, поддержка высоких стандартов корпоративного управления редко остаётся для них приоритетом для после того, как они получили от рынка «то, что хотели». На этапе «после привлечения», важную роль играют дальнейшие планы компаний, связанные с фондовым рынком, а также наличие минимальных регуляторных требований на приютивших их торговых площадках. Большим разочарованием, по сравнению с нашими предыдущими исследованиями, стали компании, активно привлекавшие капитал в 2006-2008 годах с листингом на так называемых нерегулируемых площадках.

#### **Прочие выводы:**

- Украинские собственники неохотно впускают миноритариев и независимых директоров в контролирующие органы компаний. Госкомпании и ТНК их даже на пушечный выстрел не подпускают;
- Хотя среди активов олигархов и ТНК много публичных акционерных обществ, менеджмент многих из них готов общаться с «рядовыми» акционерами только с одобрения самого главного акционера;
- Рынок акций стал намного более чувствителен к стандартам корпоративного управления;
- Локальный рынок акций, большинство компаний которого не блещут высокими стандартами, проиграл конкуренцию за интерес иностранного инвестора;
- Качество корпоративного управления выглядит важным критерием для рейтинговых агентств и важной предпосылкой для удешевления долгового финансирования.

# ПОДХОД В ОЦЕНИВАНИИ

## Краткий обзор критериев

Как и прежде, мы оцениваем проявления стандартов корпоративного управления украинских эмитентов исходя из десяти критериев, которые мы считаем важными для понимания применяемых практик управления и отношений с миноритарными акционерами. Ниже обозначены основные критерии нашего нового оценивания, более детальное описание методологии предоставлено в Приложении I.

### Отчётность/раскрытие информации

1. **МСФО:** наличие по МСФО проверенной независимым аудитором.
2. **Качество финансовой отчётности.**
3. **Структура собственности** - доступность официальной информации о крупнейших акционерах компаний (имена собственников).
4. **Корпоративная структура, описание бизнеса:** Раскрытие информации о корпоративной структуре - дочерних компаниях, подразделениях, сегментах, производимых товарах или предоставляемых услугах, производственных мощностях итд. Критерий – достаточно ли информации для составления модели бизнеса компании.

### Защита интересов миноритарных акционеров

5. **Представленность интересов миноритариев** в контролирующих органах компаний: есть ли в совете компании или её ревизионной комиссии независимые лица, которые могут представлять/защищать интересы миноритарных акционеров. (Критерий не рассматривается для эмитентов облигаций).
6. **Присутствие институциональных инвесторов** среди миноритарных акционеров. (Критерий не рассматривается для эмитентов облигаций).
7. **Стратегические риски:** Наша оценка вероятности рисков, что компания (менеджмент, основной акционер) могут принимать (принимали) решения, которые могут уменьшить стоимость активов компании. Например, сомнительные операции со связанными сторонами, вывод активов или инвестиции в сомнительные активы, необоснованный рост долговой нагрузки, конфликты между основными акционерами, конфликты с регулирующими органами, поставщиками или потребителями, заключение аудиторов с привлечением внимания о существенных рисках компании.

### Связи с инвесторами, общественностью

8. **Доступность руководства, представителя компании:** Доступность представителей компании для общения, отношение менеджмента к общению с инвесторами (миноритариями); история организации просмотров предприятия и конференц-звонков, возможность обсуждений с компанией принципов её операционной деятельности и стратегии бизнеса.
9. **Уровень публичности:** Желание информировать общественность и инвесторов о деятельности компании, включая пресс-релизы и комментарии в СМИ с важной информацией о финансовой и операционной деятельности компании, планами на будущее.
10. **Веб-страница:** Качество, полнота и своевременность предоставления информации для инвесторов на корпоративном вебсайте.

## Ключевые изменения в оценивании

Ввиду возросшей чувствительности рынка к практикам управления и отчётности/прозрачности компаний, мы несколько ужесточили наши критерии оценивания в новом рейтинге. Основными изменениями являются:

**МСФО отчётность: с примечаниями и заключением аудитора.** Ввиду перехода большинства украинских компаний на отчётность по международным стандартам, самим наличием финансовой отчётности по МСФО уже никого не удивишь. Более того, наше видение – переход украинских компаний на новые стандарты отчётности мало повлиял на качество раскрытия информации. При этом, как и раньше, важным показателем открытости компании для инвесторов является отчётность по МСФО с аудиторским заключением и примечаниями. Именно такую отчётность мы имеем в виду, когда говорим об МСФО.

**Проверенная аудитором МСФО-отчётность – не всегда показатель хорошей отчётности.** В данном исследовании мы больше не считаем «по умолчанию» наличие отчётности по МСФО, проверенной независимым аудитором, признаком качественной отчётности. Если раньше наличие такой отчётности действительно служило показателем высоких стандартов репортинга, то теперь мы также обращаем внимание на то, как сами аудиторы оценивают её качество (соответствие стандартам, полноте итд).

**Отношения с миноритариями – представление интересов в контролирующих органах компании.** В предыдущих рейтингах мы обращали внимание на такой фактор, как риск размытия миноритарных акционеров в случае непрозрачной допэмиссии акций. Ввиду текущих реалий, мы видим такой критерий устаревшим. С другой стороны, предыдущие исследования не учитывали другой аспект отношений миноритарных и мажоритарных акционеров (или менеджмента), который лежит в основе самого определения корпоративного управления. Речь идёт о возможности всех акционеров (в том числе миноритарных) влиять на стратегические решения компании (или хотя бы быть вовремя осведомлёнными о них). Поэтому, при составлении нового рейтинга, мы включили критерий представленности в совете компании или ее ревизионной комиссии независимых представителей (или представителей миноритарных акционеров).

**Большой фокус на важных критериях при неизменной шкале оценок.**

В предыдущих исследованиях мы пытались найти оптимальный формат оценивания, от применения разного диапазона баллов для каждого критерия (для придания большего веса некоторым из них) до одинакового взвешивания всех параметров по простой шкале «ноль или один» в исследовании 2011 года. Последний подход, увеличив объективность исследования из-за его простоты, тем не менее, потерял важный фактор – приравнивал вес каждого из параметров в конечном рейтинге.

В нашем новом исследовании, мы попытались сохранить лучшие стороны каждого из ранее использовавшихся подходов – определение важности критериев и простоту. Так, для самых важных критериев рейтинга, мы оставили шкалу баллов «ноль или один», а по некоторым позволили себе присваивать также промежуточные значения «½». С одной стороны, это увеличило гибкость оценки по критериям с промежуточными значениями. С другой стороны, мы придали больший вес критериям, для которых мы не оставили промежуточного значения – то есть, при неполном соответствии критерию, эмитент штрафовался сразу на один балл.

## Классификация оценок

Для возможности сравнивать изменения в практиках корпоративного управления во времени, мы продолжаем разбивать исследуемые компании на пять категорий, в зависимости от полученных в результате оценивания баллов:

### «Инвестиционные» категории:

- Наивысшие (качественные) практики (Quality, категория **Q**) – в данную категорию попадают компании, получившие не менее 9 из 10 возможных баллов.
- Выше среднего (Above Average, категория **AA**) – попадают компании с баллами от 7.0 до 8.5.

Компании, попавшие в первые две категории, мы считаем открытыми, имеющими качественную систему корпоративного управления (с точки зрения фондового рынка). Говоря терминологией рейтинговых агентств, компании двух первых категорий имеют «инвестиционный» уровень стандартов корпоративного управления.

### «Рисковые» категории:

- Средние компании (Average, категория **A**), с баллами от 5.5 до 6.5.
- Компании, показавшие результат хуже среднего (Below Average, категория **BA**). От 4.0 до 5.0 баллов.
- Компании, показавшие слабый результат (Poor, категория **P**). Эмитенты, набравшие 3.5 балла и менее.

Компании из этих категорий мы считаем недостаточно открытыми, исповедующими не самые лучшие стандарты корпоративного управления. Проявления их стандартов и практик (обозначенных позитивными баллами в нашем исследовании) являются несистемными, и возможно даже носят случайный характер. Как показывает наш анализ, существует большой риск, что компании из этих категорий потеряют статус публичных. Более того, некоторые из них таковыми, в широком смысле, так и не стали.

Шкала баллов и категорий, история изменений в исследованиях Concorde Capital



	2007	2008	2011	2013
<b>Q</b>	9.0 - 11.0	8.0 - 9.5	9.0 - 10.0	9.0 - 10.0
<b>AA</b>	6.0 - 8.5	4.5 - 7.5	7.0 - 8.0	7.0 - 8.5
<b>A</b>	3.0 - 5.5	1.5 - 4.0	5.0 - 6.0	5.5 - 6.5
<b>BA</b>	0.0 - 2.5	0.0 - 1.0	4.0	4.0 - 5.0
<b>P</b>	-11.5 до -0.5	-11.0 до -0.5	0.0 - 3.0	0.0 - 3.5

Источники: исследования Concorde Capital



## Отбор эмитентов для исследования

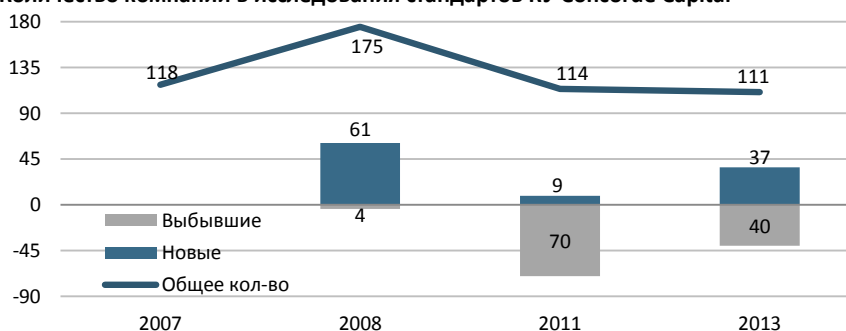
Принимая во внимание растущий интерес игроков фондового рынка к долговым инструментам, мы включили в новое исследование эмитентов облигаций, как иностранных, так и локальных. Как и прежде, основной группой исследуемых компаний остаются эмитенты акций украинских компаний, или компаний, основной бизнес которых ведётся в Украине.

Критерии, которые мы использовали при отборе участников нового рейтинга, мало изменились. Мы отобрали эмитентов акций, активно торгующихся на фондовых биржах, а также эмитентов, показавших высокие результаты в исследованиях прошлых лет. В общем, группа исследуемых компаний представляет, по нашему мнению, инструменты, в которые есть теоретическая возможность инвестировать.

По сравнению с предыдущим рейтингом, мы исключили довольно большой массив – 40 эмитентов акций, исследование стандартов корпоративного управления которых, по нашему мнению, не имеет больше смысла. Основой причиной исключения были традиционно низкие баллы по результатам предыдущих исследований, существенное падение рыночной ликвидности ценных бумаг эмитентов, или прекращение их деятельности. Более детально на выбывших компаниях мы остановились на страницах 27-28 данного исследования, полный их список приведён в Приложении II.

Кроме того, наш рейтинг пополнился 11ю эмитентами акций, 9 из которых являются относительными новичками фондового рынка. Были также включены по 12 эмитентов Еврооблигаций (все эмитенты из Украины, на дату исследования) и местных облигаций.

**Количество компаний в исследовании стандартов КУ Concorde Capital**



Источники: исследования Concorde Capital

Таким образом, у нас произошло существенное обновление объектов исследования: в нашем новом рейтинге осталось 58 эмитентов из исследования 2007 года (49% от общего количества в 2007 году), 67 эмитентов из исследования 2008 года (38%) и 70 сохранились из исследования 2011 года (62%).

## **ИТОГИ РЕЙТИНГА**

## Результат рейтинга 2013 (эмитенты акций)

Компания	Тикер	Результат исследования 2013										Категории предыдущих рейтингов				
		Отчётность, раскрытие информации				Защищённость миноритариев			Открытость			Суммарный балл	Категория рейтинга	2011	2008	2007
		Аудированная МСФО отчётность	Качество отчётности	Структура собственности	Корпоративная информация	Институциональные инвесторы	Представленность в совете	Стратегические риски	Доступность менеджмента / IR	Уровень публичности	Вебстраница					
Astarta	AST PW	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q	Q	Q	Q
Kernel	KER PW	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q	AA	Q	-
Мегабанк	MEGA UK*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q	Q	AA	AA
Мироновский Хлебопродукт	MHPC LI*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q	Q	-	-
Ukrproduct Group	UKR LN	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q	AA	Q	AA
Milkiland	MLK PW	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.5	Q	Q	-	-
Ferrexpo	FXPO LN*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q	Q	Q	-
JKX Oil&Gas	JKX LN	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q	Q	Q	Q
Black Iron	BKI CN	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q	-	-	-
Coal Energy	CLE PW	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q	-	-	-
Industrial Milk Company	IMC PW	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q	-	-	-
KDM Shipping	KDM PW	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q	-	-	-
Kulczyk Oil Ventures	KOV PW	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	9.0	Q	-	-	-
Ovostar Union	OVO PW	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q	-	-	-
Галнафтогаз	GLNG UK	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	9.0	Q	Q	Q	Q
Укрсоцбанк	USCB UK*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	8.5	AA	AA	Q	AA
Regal Petroleum	RPT LN	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	0.5	8.5	AA	Q	Q	Q
СК Универсальная	SKUN UK	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	8.5	AA	AA	Q	AA
KSG Agro	KSG PW	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	8.5	AA	-	-	-
Avangard	AVGR LI	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	8.0	AA	AA	-	-
DUPD	DUPD LN	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	8.0	AA	-	-	-
East Coal	ECX CN	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.5	1.0	0.5	8.0	AA	-	-	-
Богдан Моторс	LUAZ UK	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.5	7.5	AA	AA	Q	BA
Райффайзен Банк Аваль	BAVL UK*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.5	7.5	AA	AA	AA	AA
CUB Energy	KUB CN	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	7.5	AA	-	-	-
Mriya Agroholding	MAYA GR*	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	7.5	AA	Q	-	-
TMM Real Estate	TR61 GR	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	0.5	7.5	AA	Q	Q	-
XXI Century Investments	XXIC LN	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	7.5	AA	AA	Q	Q
Концерн Хлебпром	HLPR UK*	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.5	7.0	AA	Q	A	-
Азовсталь	AZST UK	0.5	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	7.0	AA	AA	AA	A
Турбоатом	TATM UK	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	7.0	AA	A	A	A
Авдеевский КХЗ	AVDK UK	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	6.5	A	A	A	P
Cadogan Petroleum	CAD LN	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5	6.5	A	Q	-	-
Центрэнерго	CEEN UK	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	6.5	A	A	AA	AA
Центральный ГОК	CGOK UK	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	6.5	A	AA	BA	A
Форум Банк	FORM UK*	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	6.5	A	AA	Q	Q
Харьковоблэнерго	HAON UK	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	6.5	A	A	AA	BA
Харьковский ТЭ	HRTR UK	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0	6.5	A	AA	AA	A
Sadovaya Group	SGR PW	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	6.5	A	Q	-	-
Sintal Agriculture	SNPS AV	0.5	1.0	1.0	0.5	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.5	6.5	A	Q	-	-
WESTA ISIC	WES PW	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	6.0	A	-	-	-
Донбассэнерго	DOEN UK	0.0	1.0	1.0	0.5	1.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.5	6.0	A	A	AA	A
Енакиевский метзавод	ENMZ UK	0.5	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	6.0	A	P	A	BA
KDD Group	KDDG LN	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.5	6.0	A	AA	Q	-
Киевэнерго	KIEN UK	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	6.0	A	P	A	BA
АрселорМиттал Кривой Рог	KSTL UK	1.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0	6.0	A	A	AA	AA
Мариупольский МК им. Ильича	MMKI UK	0.5	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	6.0	A	P	BA	P
Мотор Сич	MSICH UK	0.0	1.0	0.0	0.5	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	6.0	A	A	AA	AA

\*Эмитенты как акций, так и облигаций.

## Результат рейтинга 2013 (эмитенты акций, продолжение)

Компания	Тикер	Результат исследования 2013										Категории предыдущих рейтингов				
		Отчётность, раскрытие информации				Защищённость миноритариев			Открытость			Суммарный балл	Категория рейтинга	2011	2008	2007
		Аудированная МСФО отчётность	Качество отчётности	Структура собственности	Корпоративная информация	Институциональные инвесторы	Представленность в совете	Стратегические риски	Доступность менеджмента / IR	Уровень публичности	Вебстраница					
Северный ГОК	SGOK UK	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	5.5	A	AA	A	A
Южный ГОК	PGZK UK	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.5	5.5	A	A	A	P
Прикарпатьеоблэнерго	PREN UK	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	5.5	A	A	A	BA
Укртелеком	UTLM UK*	0.5	1.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5	1.0	0.5	5.5	A	P	AA	AA
Житомироблэнерго	ZHEN UK*	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.5	5.5	A	P	A	BA
Днепрооблэнерго	DNON UK	0.0	1.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	1.0	5.0	BA	A	A	BA
Secure Property Development	SPDI LN	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	1.0	5.0	BA	A	Q	-
Запорожжокс	ZACO UK	0.5	1.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	5.0	BA	P	BA	P
Creativ Group	CRGR UK*	1.0	1.0	0.0	0.5	1.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.5	5.0	BA	A	Q	-
Agroton	AGT PW*	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.5	4.5	BA	AA	-	-
ДМЗ им. Петровского	DMZP UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0	4.5	BA	P	BA	-
Хмельницоблэнерго	HMON UK	0.0	1.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	1.0	4.5	BA	A	AA	AA
АвтоКрАЗ	KRAZ UK	0.0	1.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	4.5	BA	A	A	BA
Крымэнерго	KREN UK	0.0	1.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.5	4.5	BA	A	A	P
Крюковский ВСЗ	KVBZ UK	0.0	1.0	0.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0	4.5	BA	P	A	BA
Ш/у Покровское	SHCHZ UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	0.5	4.5	BA	P	A	BA
Комсомолец Донбасса	SHKD UK	0.5	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	0.0	4.5	BA	P	A	A
Концерн Стирол	STIR UK	0.0	1.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.5	4.5	BA	P	AA	AA
Ясиновский КХЗ	YASK UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	0.5	4.5	BA	P	A	P
Захидэнерго	ZAEN UK	0.0	1.0	1.0	0.5	1.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.5	4.5	BA	P	AA	A
Днепроэнерго	DNEN UK	0.5	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	1.0	4.0	BA	A	A	A
United Media Holding	A65 GR	0.5	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	0.5	4.0	BA	AA	-	-
ДМК им. Дзержинского	DMKD UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.5	4.0	BA	P	P	P
Днепровагонмаш	DNVM UK	0.0	1.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.5	4.0	BA	Q	P	P
Донецкий метзавод	DOMZ UK	0.5	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.5	4.0	BA	Q	BA	P
Лугансктепловоз	LTPL UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	4.0	BA	A	A	BA
Запорожтрансформатор	ZATR UK	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	4.0	BA	A	A	BA
Алчевский КХЗ	ALKZ UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.5	3.5	P	P	BA	P
Алчевский меткомбинат	ALMK UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	0.5	3.5	P	P	BA	P
Нижнеднепровский ТЗ	NITR UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	3.5	P	A	AA	AA
Новомосковский ТЗ	NVTR UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	3.5	P	A	A	BA
Укрнафта	UNAF UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	0.5	3.5	P	P	A	AA
Полтавский ГОК	PGOK UK	0.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	3.0	P	P	A	A
Сумское НПО им. Фрунзе	SMASH UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.5	3.0	P	P	A	BA
Мостобуд	MTBD UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.5	2.5	P	A	A	-
Стахановский ВСЗ	SVGZ UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	2.5	P	P	A	P
Запорожсталь	ZPST UK	0.0	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	2.5	P	P	BA	P
МСВ Agricole	4GW1 GR	0.5	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	P	Q	AA	-
УкрАвто	AVTO UK	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	1.5	P	P	BA	-

\*Эмитенты как акций, так и облигаций.

## Результат рейтинга 2013 (эмитенты облигаций)

Компания	Тикер	Результат исследования 2013										Суммарный балл	Категория рейтинга
		Отчётность, раскрытие информации				Защищённость инвесторов			Открытость				
		Аудированная МСФО отчётность	Качество отчётности	Структура собственности	Корпоративная информация	Институциональные инвесторы**	Представленность в совете**	Стратегические риски	Доступность менеджмента / IR	Уровень публичности	Вебстраница		
ДТЭК	DTEKUA	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q
Metinvest	METINV	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q
Первый Укр. Междунар. Банк	PUMBUZ	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q
Мегабанк	Megabank*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q
Мироновский Хлебопродукт	MHPSA*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	10.0	Q
Укрэксимбанк	EXIMUK	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	9.5	Q
Платинум Банк	Platinum-Bank	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	9.5	Q
Укрсоцбанк	Ukrsoobank*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	9.5	Q
Банк Хрещатик	Bank-Hrewatik	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q
ПроКредит Банк	ProKredit-Bank	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	9.0	Q
VAB Банк	VABANK	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q
Ferrexpro	FXPOLN*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q
Avangard	AVINPU*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	9.0	Q
Ощадбанк	OSCHAD	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	8.5	AA
УкрСиббанк	Ukrsib	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.0	1.0	8.5	AA
Mriya Agrohoding	MRIYA*	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	8.5	AA
Райффайзен Банк Аваль	Raiffeisen_Bank_Aval*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	8.5	AA
Форум Банк	Bank-Forum*	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.5	1.0	1.0	8.5	AA
ВТБ Банк Украина	VTB_Bank_Ukraine	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.5	8.5	AA
Концерн Хлебпром	Koncern-Hlebprom*	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	8.0	AA
Проминвестбанк	Prominvestbank	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	8.0	AA
Житомироблэнерго	Zhitomirobljenergo*	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	7.5	AA
Ильич-Агро Донбасс (HarvEast)	Illich-Agro_Donbas	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	7.0	AA
Приватбанк	PRIVAT	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5	7.0	AA
Креди Агриколь Банк	Credit_Agricole	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5	7.0	AA
Нафтогаз Украины	NAFTO	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	6.5	A
Укртелеком	Ukrtelekom*	0.5	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.5	1.0	0.5	6.5	A
Interpipe	INPIP	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	6.0	A
Ukrlandfarming	UKRLAN	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.5	6.0	A
Агромат	Agromat	0.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5	6.0	A
Дружба-Нова	Druzha-Nova	0.0	1.0	0.0	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.5	6.0	A
Надра Банк	NADRA	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	6.0	A
Креатив	PJSC_Creative*	1.0	1.0	0.0	0.5	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5	6.0	A
СК-Агро (Агротрейд)	SK-Agro	0.0	1.0	0.0	0.5	1.0	1.0	0.0	0.5	1.0	0.5	5.5	A
Банк Финансы и Кредит	FICBUA	0.5	1.0	0.0	0.5	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	5.5	A
Бурат-Агро	Burat-Agro	0.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	5.5	A
Agroton	AGTPW*	1.0	0.0	1.0	0.5	1.0	1.0	0.0	0.5	0.0	0.5	5.5	A

\*Эмитенты как акций, так и облигаций

\*\* Данные критерии не рассматриваются для эмитентов облигаций. Для возможности сравнения с эмитентами акций, в данных категориях эмитентам облигаций присуждается 1 балл

## Лидеры по категориям

### Эмитенты зарубежных акций

Компания	Тикер	Баллы	Категория
Astarta	AST PW	10.0	Q
Kernel	KER PW	10.0	Q
Мионовкий Хлебопродукт	MHPC LI	10.0	Q
Ukrproduct Group	UKR LN	10.0	Q
Milkiland	MLK PW	9.5	Q
Ferrexpo	FXPO LN	9.0	Q
Black Iron	BKI CN	9.0	Q
Coal Energy	CLE PW	9.0	Q
Industrial Milk Company	IMC PW	9.0	Q
JKX Oil&Gas	JKX LN	9.0	Q
KDM Shipping	KDM PW	9.0	Q
Kulczyk Oil Ventures	KOV PW	9.0	Q
Ovostar Union	OVO PW	9.0	Q

### Эмитенты местных акций

Компания	Тикер	Баллы	Категория
Мегабанк	MEGA UK	10.0	Q
Галнафтогаз	GLNG UK	9.0	Q
Укрсоцбанк	USCB UK	8.5	AA
СК Универсальная	SKUN UK	8.5	AA
Богдан Моторс	LUAZ UK	7.5	AA
Райффайзен Банк Аваль	BAVL UK	7.5	AA
Концерн Хлебпром	HLPR UK	7.0	AA
Азовсталь	AZST UK	7.0	AA
Турбоатом	TATM UK	7.0	AA

### Эмитенты Еврооблигаций

Компания	Тикер	Баллы	Категория
ДТЭК	DTEKUA	10.0	Q
Metinvest	METINV	10.0	Q
Первый Укр. Междунар. Банк	PUMBUIZ	10.0	Q
Мионовский Хлебопродукт	MHPSA	10.0	Q
Укрэксимбанк	EXIMUK	9.5	Q
VAB Банк	VABANK	9.0	Q
Ferrexpo	FXPOLN	9.0	Q
Avangard	AVINPU	9.0	Q
Ощадбанк	OSCHAD	8.5	AA
Мрия Агрохолдинг	MRIYA	8.5	AA

### Эмитенты местных облигаций

Компания	Тикер	Баллы	Категория
Мегабанк	Megabank	10.0	Q
Платинум Банк	Platinum-Bank	9.5	Q
Укрсоцбанк	Ukrsocbank	9.5	Q
Банк Хрещатик	Bank-Hrewatik	9.0	Q
ПроКредит Банк	ProKredit-Bank	9.0	Q
УкрСиббанк	Ukrsib	8.5	AA
Райффайзен Банк Аваль	Raiffeisen_Bank_Aval	8.5	AA
ВТБ Банк Украина	VTB_Bank_Ukraine	8.5	AA
Форум Банк	Bank-Forum	8.5	AA

## **ИСТОРИЧЕСКИЙ АСПЕКТ**

## Постоянное обновление списков создаёт иллюзию прогресса

Имея на руках результаты уже четвёртого исследования стандартов корпоративного управления, покрывающего более чем семилетний период изучения украинских эмитентов, мы сосредоточились на анализе изменений в стандартах и практиках за этот период времени. И вот к каким основным выводам мы пришли:

- При том, что, высокие практики корпоративного управления и отношений с инвесторами принимаются всё большим количеством компаний в Украине, подавляющее большинство компаний с лучшими практиками являются относительными новичками фондового рынка. То есть, свежая кровь является основным источником поддержки высоких стандартов.
- Но и с новичками рынка капитала не всё так хорошо: лишь немногие из новичков, анализируемых нами в наших предыдущих исследованиях, сохранили/улучшили свои высокие позиции в последующих рейтингах. Наблюдается процесс «уставания» от поддержки высоких стандартов: бывшие новички, в среднем, быстрее «сползают» вниз в наших новых рейтингах, и чаще полностью «выпадают» из наших последующих исследований.

Как правило, новичками наших исследований являлись компании, дебютировавшие на рынках капитала. Сначала дебютанты, как минимум, старались следовать высоким стандартам, навязываемым рынком, даже не смотря на то, что это требует усилий и денежных затрат. Но:

- Пока дебютанты видели пользу от фондового рынка, они шли на такие затраты, но со временем многие из них эту пользу видеть перестали, и отказались от поддержки высоких стандартов.
- Некоторые дебютанты прикладывали усилия только для того, чтобы показать себя с лучшей стороны перед получением финансирования на рынке капитала. После размещений, они переставали что-либо доказывать. То есть, какое-то время после их выхода на рынок, «по инерции» оставалось впечатление, что такие компании следуют высоким стандартам, и некоторая степень информационной открытости оставалась. Это и находило отображение в наших высоких рейтингах, которые впоследствии существенно были понижены.

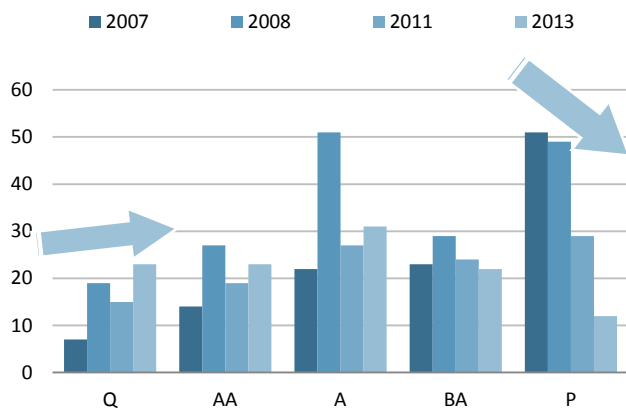
Поэтому, мы рады успешным дебютантам нашего рейтинга, но особо хотим отметить качественных старожилов, не унесённых на задворки рейтинга ветрами перемен.



## Эволюция рейтинга: сбрасывание балласта и свежая кровь

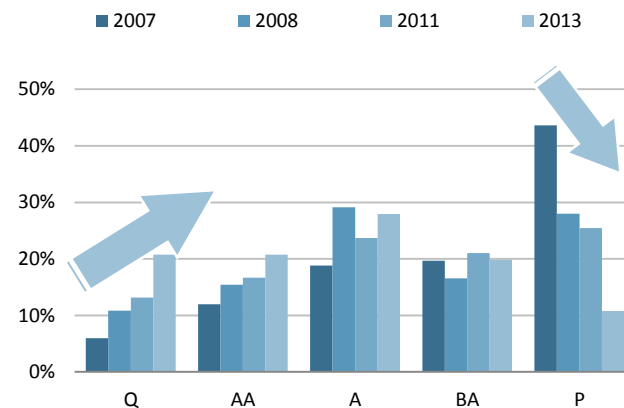
Как и в предыдущих исследованиях, мы получили обнадеживающий результат: количество и пропорция компаний, соответствующих лучшим стандартам корпоративного управления, растет с каждым нашим рейтингом.

Количество компаний в категориях рейтингов КУ



Источники: исследования Concorde Capital

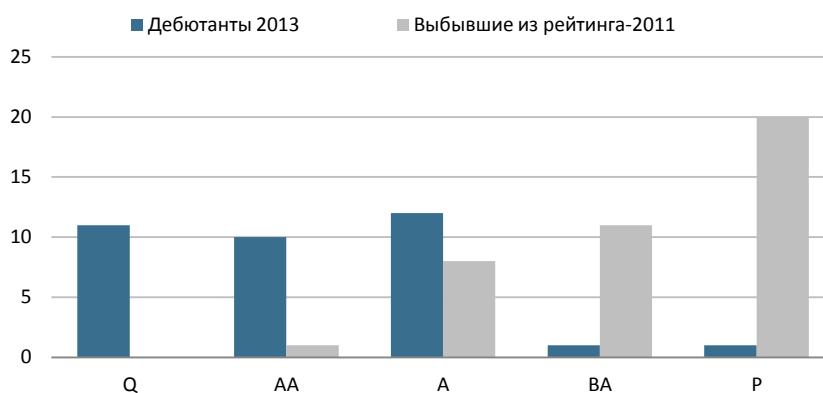
Распределение по категориям рейтингов КУ



Источники: исследования Concorde Capital

Но в отличие от предыдущих исследований, где мы приходили к оптимистичным выводам, сейчас такое улучшение нас перестает радовать. Ведь хороший результат получается по причине пополнения рейтинга качественными новичками и уходом несостоявшихся компаний (с точки зрения как фондового рынка, так и корпоративного управления). Кроме того, рост количества эмитентов «инвестиционных» категорий (Q и AA) в нашем последнем исследовании мы связываем с включением в наше исследование эмитентов облигаций.

Распределение дебютантов-2013 и не попавших в новый рейтинг из 2011го



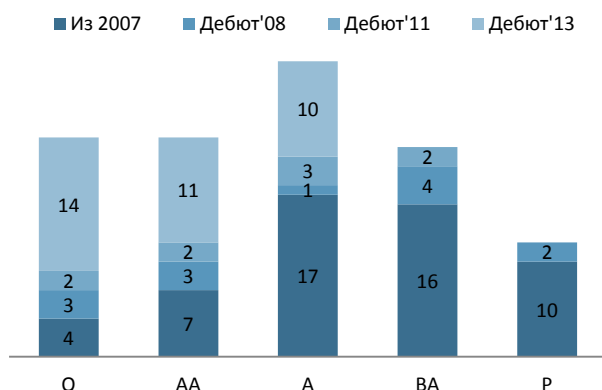
Источники: исследования Concorde Capital

С одной стороны, такую эволюцию рейтинга можно назвать естественным отбором: худшие вытесняются новыми и лучшими. С другой стороны, мы понимаем, что при текущем состоянии фондовых рынков, можно долго ждать пополнений в рядах публичных компаний. Без новых лиц, общие оценки нашего следующего рейтинга могут сильно пострадать.

## Дебютанты – основной фактор улучшения

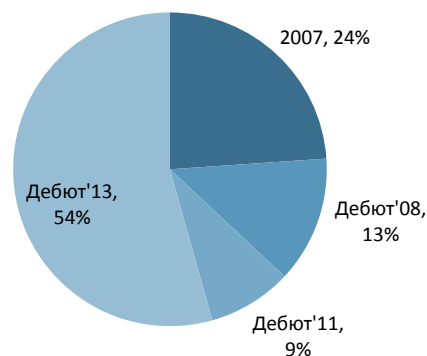
Как видно из диаграммы ниже, больше половины компаний, стандарты корпоративного управления которых мы классифицировали как выше среднего или качественные, появились в нашем рейтинге лишь в 2013 году. При этом, нужно отметить, что в наивысших двух категориях нашего рейтинга присутствуют как старожилы нашего рейтинга (с 2007го года), так и дебютанты каждого из последующих исследований.

**Распределение рейтинга-2013 в зависимости от появления в компании в наших рейтингах**



Источник: исследование Concorde Capital

**Распределение компаний с рейтингом-2013 Q и AA**

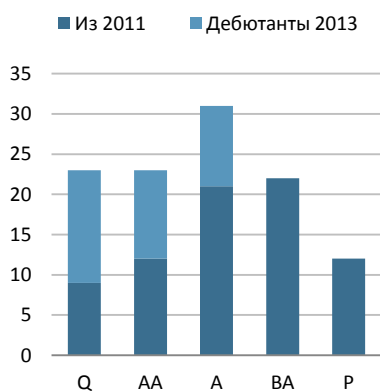


Источник: исследование Concorde Capital

Как видно из графиков ниже, дебютанты определили хороший результат не только нашего последнего исследования, но и предыдущих.

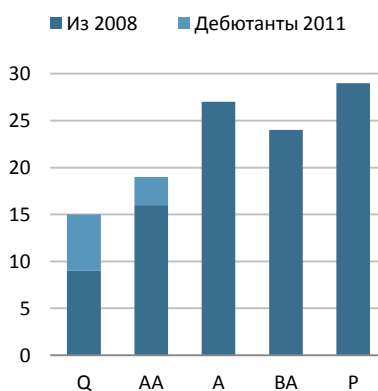
**Влияние дебютантов на распределение рейтингов**

**Рейтинг 2013**



Источники: исследования Concorde Capital

**Рейтинг 2011**



Источники: исследования Concorde Capital

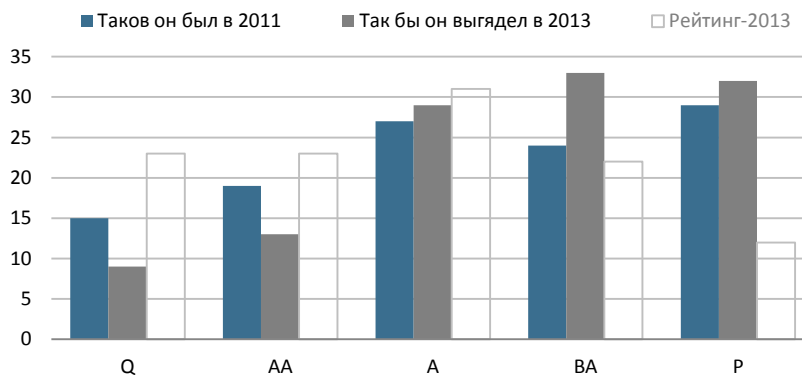
**Рейтинг 2008**



Источники: исследования Concorde Capital

Так, если бы не было новичков нашего рейтинга-2013, и мы не отбросили «балласт» предыдущего рейтинга (при условии что у этого балласта рейтинг бы не поменялся), наша разбивка по категориям рейтинга выглядела бы более печально - как на графике ниже.

**Как выглядел бы рейтинг – 2013 по списку компаний 2011-го года**



Источники: исследования Concorde Capital

## Свежая кровь быстрее портится

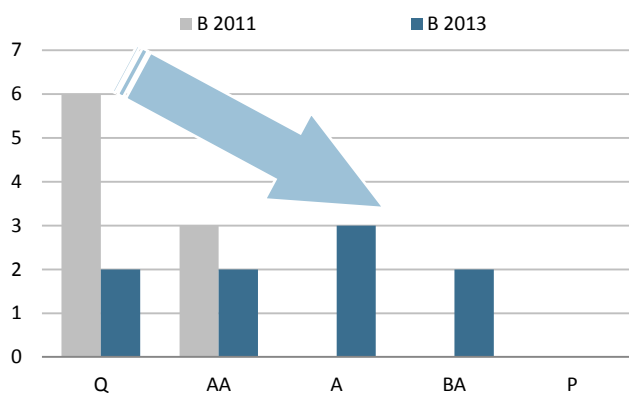
Новички рынка капитала, как правило, входящие на него с высокими стандартами корпоративного управления (или имитацией таких стандартов), со временем заметно ухудшают (в среднем) свои практики взаимодействия с инвесторами.

Новички нашего рейтинга-2008 показали действительно удручающий результат во времени. Из 20 компаний, которые мы позиционировали в 2008 году как «свежая кровь» (компании, недавно вышедшие на биржи и подававшие большие надежды):

- только 4 показали результат выше среднего в нашем новом рейтинге (против 14-ти в 2008),
- 8 из них не попали в наше следующее исследование (2011 года),
- еще 2 покинули наш рейтинг в этом году.

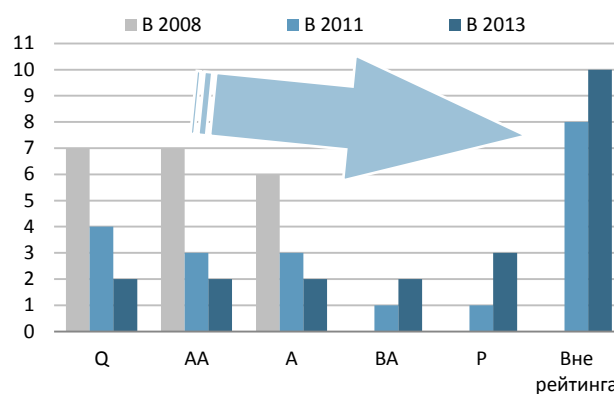
Правило «уствания» новичков от высоких стандартов распространяется не только на компании, массово выходявшие на фондовые рынки в период рыночного бума 2006-2008, когда требования инвесторов к качеству раскрытия информации и стандартам корпоративного управления были невысокими. Участники послекризисных размещений (новички рейтинга-2011) тоже показали заметное ухудшение стандартов.

Как выглядели новички-2011:



Источники: исследования Concorde Capital

Как выглядели новички-2008\*:

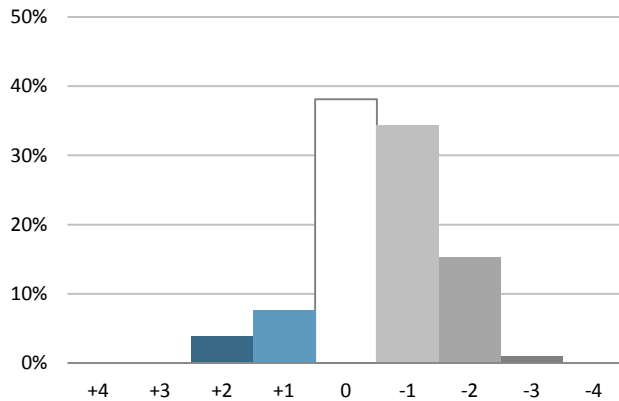


\* Определённые нами в 2008м году как «свежая кровь»  
Источники: исследования Concorde Capital

## Регресс преобладает над прогрессом

Как показал наш срез результатов во времени, компаний, ухудшивших свои результаты намного больше, чем продемонстрировавших прогресс. Но что нас обнадеживает – количество компаний, сохранивших свои позиции в рейтингах, всегда больше.

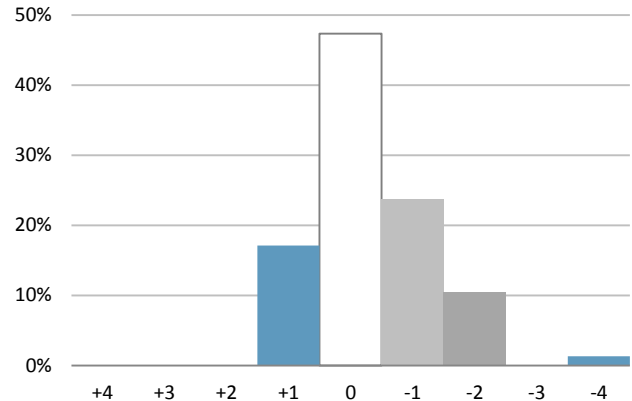
**Изменения в категориях рейтинга\*, 2011 против 2008**



\* Рост на одну категорию - это, например, рост из категории А в 2008 до категории АА в 2011

Источники: исследования Concorde Capital

**Изменения в категориях рейтинга\*, 2013 против 2011**



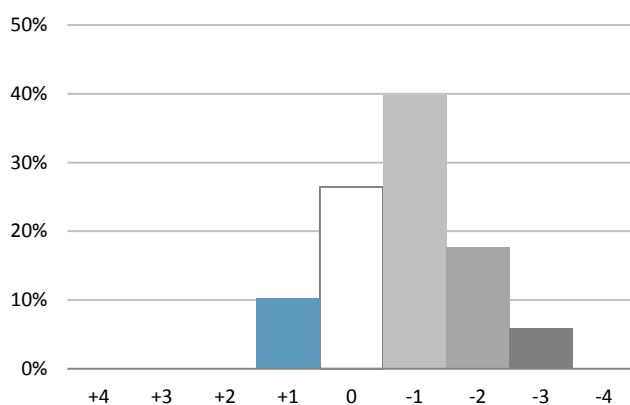
\* Рост на одну категорию - это, например, рост из категории АА в 2011 до категории Q в 2013

Источники: исследования Concorde Capital

Примечательно, что лучшую динамику оставшиеся в рейтинге 2013го года продемонстрировали по сравнению с результатами самого давнего исследования, 2007го года. Вот это действительно проверка временем!

По сравнению с рейтингом 2008 года, лишь 6 компаний улучшили свои позиции в 2013м (и то лишь на одну категорию), и целых 43 компании ухудшили свои позиции (и это только из «выживших», еще 110 компаний из того рейтинга просто не вошли в наше исследование-2013). Тогда у нас в рейтинге было наибольшее количество компаний, и всё ещё преобладал общий оптимизм по поводу будущего украинского фондового рынка.

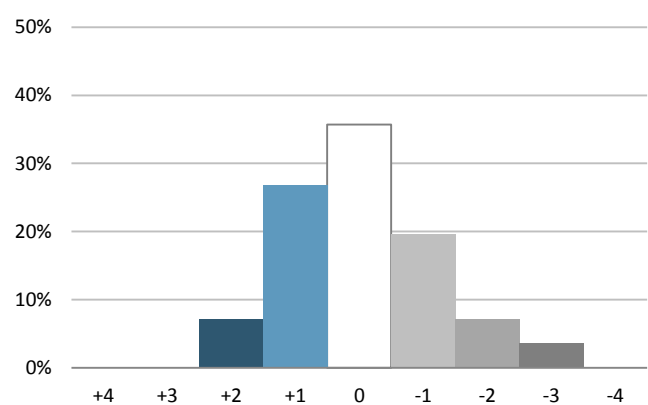
**Изменения в категориях рейтинга\*, 2013 против 2008**



\* Падение на две категории - это, например, переход из категории АА в 2008 в категорию ВА в 2013

Источники: исследования Concorde Capital

**Изменения в категориях рейтинга\*, 2013 против 2007**



\* Рост на две категории - это, например, переход из категории А в 2007 до категории Q в 2013

Источники: исследования Concorde Capital

## О тех, кто показал прогресс

Исходя из такого результата, мы считаем тем более важным остановиться на тех компаниях, которым удалось значительно улучшить, или же сохранить высокие результаты со временем.

### Рейтинг 2013 против 2011: Ukrproduct, Kernel, Турбоатом

В нашем новом исследовании не нашлось ни одной компании, которая бы улучшила свои стандарты существенно (то есть перешла бы сразу на две категории выше в рейтинге) по сравнению с предыдущим. При этом, было целых 13 компаний, поднявшихся в рейтинге на одну категорию. Ухудшивших свои позиции было намного больше: 18 компаний опустились на одну категорию, 8 - на две и ещё 1 на четыре.

#### Изменения в категориях рейтинга в 2013м по сравнению с 2011м

		В категорию в 2013				
		Q	AA	A	BA	P
Из категории в 2011	Q	7	4	3		1
	AA	2	7	5	2	
	A		1	8	9	3
	BA			5	6	
	P				5	8

#### Самые важные изменения:

UKR LN	TATM UK	SGR PW	U.M.H.	MCB Agricole
KER PW		SNPS AV	AGT PW	NVTR UK
		CAD LN		MTBD UK
				LTPL UK

Источники: исследования Concorde Capital

Из улучшивших свои позиции, мы отметим лишь тех, кто перешагнул в две наивысшие категории:

**Kernel** – компания изменилась в лучшую сторону, и мы изменили отношение к ней. Кернел получил в прошлом рейтинге низкую оценку по доступности менеджмента (здесь компания показала прогресс). Также, в прошлом исследовании мы её отметили за высокие стратегические риски. Последнее связано было с приобретениями компаний, миноритарные акционеры которых предъявляли Кернелу претензии. Не смотря на то, что риск таких агрессивных поглощений Кернелом сохраняется, мы на этот раз не видим в этом рисков для миноритарных акционеров компании Кернел. Наоборот, недовольство миноритариев приобретаемых компаний говорит о том, что Кернел делает максимально возможное для того, чтобы улучшить свою собственную стоимость (и стоимость для своих миноритарных акционеров).

**Ukrproduct** – заметное улучшение. Укрпродукт получил в прошлом рейтинге низкие оценки по доступности менеджмента и публичности (сейчас компания заметно в этом улучшилась). Кроме этого, компания показала высокий результат по нашему новому критерию, представленности независимого директора.

**Турбоатом** – стал более открытым. Компания приятно удивила доступностью руководства к общению. При этом, мы пересмотрели свое видение стратегических рисков компании (которые раньше имели место, ввиду конфликта между крупными миноритариями).

Хотя мы выше писали о том, что не хотим останавливаться на компаниях, ухудшивших свои стандарты и практики, все же без их упоминания, хотя бы вскользь, обойтись не можем. Хочется выделить несколько самых больших разочарований:

**MCB Agricole** и **U.M.H.** – компании, ранее бывшие «на высоте» и теперь фактически принявшие решение не быть публичными.

**Sintal** и **Sadovaya Group**, ранее бывшие в наивысшей категории нашего рейтинга. При том, что они опустились сразу на две категории, мы должны отметить, что это падение может быть временным. Виной ухудшения являются стратегические риски, возникшие в прошлом году (хоть и не по вине компаний), а также наше ужесточение рейтинга с введением критерия представленности в совете миноритариев или независимых директоров (где компании недобрали баллов).

Особым случаем из этой группы выглядит **Agroton** - компания также опустилась на две категории, но в данном случае, исключительно по своей вине. Всё началось с попытки завышения доли долларовой выручки в 2011 году для более успешного привлечения Еврооблигаций, и закончилось условно-позитивными заключениями аудиторов в 2012 году, двойным понижением кредитного рейтинга в 2012-13 и отказом компании объясниться.

**Cadogan** был замечен в недостаточном уровне раскрытия корпоративной информации и информирования о своей деятельности (кроме как из обязательных биржевых сообщений), и огорчил нас невозможностью связаться с представителями компании. Будучи ранее почти образцовой компанией, Cadogan оказалась неожиданно закрытой - и это при том, что она одна из немногих, соответствующих нашему новому критерию присутствия независимых представителей в совете.

### 2013 против 2007: 4 эмитента перепрыгнули ступеньку

В том нет ничего странного, что самые большие изменения в нашем рейтинге произошли по сравнению с нашим дебютным исследованием. Как видно ниже, не все они воодушевляющие – из оставшихся компаний, показавших в дебютном рейтинге «качественные» стандарты, только треть пронесла их через шесть лет. В категории «выше среднего» осталось еще меньше тех, кто получил такой результат в далёком 2007м.

#### Изменения в категориях рейтинга в 2013м по сравнению с 2007м

		В категорию в 2013				
		Q	AA	A	BA	P
Изменение категории в 2007	Q	3	2	1		
	AA	2	3	4	2	2
	A		2	4	3	1
	BA		1	5	6	2
	P			3	6	4

#### Самые важные изменения:

MEGA UK	LUAZ UK	PGZK UK	STIR UK	UNAF UK
UKR LN	AZST UK	MMKI UK	HMON UK	NITR UK
	TATM UK	AVDK UK		PGOK UK

Источники: исследования Concorde Capital

Но есть и радостная новость – целой четвёрке компаний удалось перешагнуть на две категории вверх. Из них, мы особо хотим отметить Богдан Моторс, который попал в нашем исследовании в категорию «выше среднего». Остальные три, (PGZK, MMKI, AVDK) видимо, тоже проделали свой путь из самых отсталых до середнячков рейтинга - но мы их успех связываем с улучшением практик корпоративного управления

материнскими компаниями, в первую очередь в части информирования о своей деятельности.

Четыре компании рейтинга-2007 смогли улучшить позицию в наивысших категориях: **Мегабанк**, **Укрпродукт**, **Азовсталь**, а также госкомпания **Турбоатом**.



## О тех, кто прошёл проверку временем

В данном разделе остановимся более детально на компаниях, которые смогли сохранить или улучшить свои высокие позиции в наших рейтингах.

Мы считаем прошедшими проверку временем, (а также поколениями наших аналитиков) тех, кто сохранился из наших прошлых рейтингов, и при этом попал в «инвестиционные» категории нашего последнего рейтинга стандартов корпоративного управления (категории «качественный» или «выше среднего»).

Таких компаний мы насчитали 21, из них 13 сохранились с нашего дебютного рейтинга (2007), 4 дебютировали в нашем рейтинге 2008го и пять присоединились в 2011м.

Из всей группы, можно выделить шесть проверенных компаний, которые за всё время наших наблюдений над ними попадали в самую высокую категорию: **Astarta**, **JKX Oil&Gas**, **Ferrexpo**, **Галнафтогаз**, **МНП** и **Milkiland**.

### Лучшие старожилы наших исследований (с 2007 года)

Из тринадцати «инвестиционных» старожилов наших исследований стандартов корпоративного управления, особо стоит отметить компании, практики которых всегда служили образцом для других, а также являлись источником вдохновения наших аналитиков, составлявших критерии рейтингов:

- **Астарта**, украинский пионер на Варшавской фондовой бирже и один из самых уважаемых представителей Украины на этой бирже;
- Газодобывающая компания **JKX**, демонстрирующая лучшие стандарты раскрытия информации в своей отрасли;
- Компания **Галнафтогаз**, демонстрирующая высокие стандарты рипортинга и постоянно поддерживающая готовность вновь выйти с размещением на рынки капитала.

### Лучшие старожилы рейтингов

	2007	2008	2011	2013
Astarta	Q	Q	Q	Q
JKX Oil&Gas	Q	Q	Q	Q
Галнафтогаз	Q	Q	Q	Q
Мегабанк	AA	AA	Q	Q
Ukrproduct	AA	Q	AA	Q
Универсальная СГ	AA	Q	AA	AA
Укрсоцбанк	AA	Q	AA	AA
Райффайзен Банк Аваль	AA	AA	AA	AA
Regal Petroleum	Q	Q	Q	AA
XXI Century Investments	Q	Q	AA	AA
Азовсталь	A	AA	AA	AA
Турбоатом	A	A	A	AA
Богдан Моторс	BA	Q	AA	AA

*Источники: исследования Concorde Capital*

Также, отметим самых прогрессивных старожилов, с точки зрения наших исследований:

- **Богдан Моторс** – единственная компания из лидеров нашего рейтинга, перешагнувшая в своём развитии на целых две ступени. Более того, это единственная компания в истории наших рейтингов, перешагнувшая сразу на три ступени (компания попала из категории «ниже среднего» в рейтинге-2007 в категорию «качественные» в нашем исследовании 2008 года);
- Также, это **Мегабанк** и **Азовсталь**, показавшие улучшение своих практик в отношении с инвесторами и подтвердившие эти улучшения временем. Стоит отметить, что **Мегабанк** оказался единственным

эмитентом акций, представленным на местном рынке, который набрал максимум баллов в нашем исследовании.

### Лучшие дебютанты предыдущих исследований (2008, 2013)

Среди дебютантов наших предыдущих рейтингов, есть тройка компаний, не разочаровавших нас в последнем исследовании: **Ferrexpo**, **MHP** и **Milkiland**.

Также стоит отметить **Концерн Хлебпром**, значительно улучшивший свои практики по сравнению с дебютным для него исследованием 2008 года; и **Kernel**, которому удалось улучшить отношения с миноритарными инвесторами по сравнению с тем, что мы наблюдали в нашем предыдущем исследовании.

#### Лучшие дебютанты предыдущих рейтингов

	2008	2011	2013
Ferrexpo	Q	Q	Q
Kernel	Q	AA	Q
TMM Real Estate	Q	Q	AA
Хлебпром	A	Q	AA

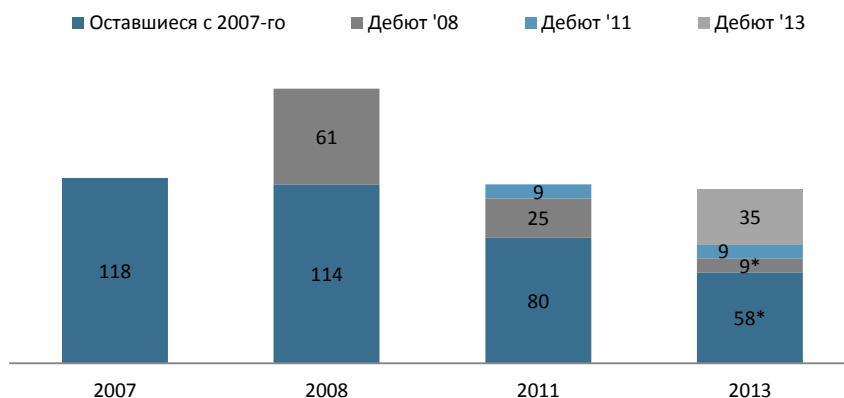
	2011	2013
MHP	Q	Q
Milkiland	Q	Q
Mriya Agroholding	Q	AA
Avangard	AA	AA

Источники: исследования Concorde Capital

## О тех, кто выпал из наших рейтингов

Объектами четырех наших исследований стандартов корпоративного управления в разное время стали 222 компании - из них в нашем последнем рейтинге нашлось место для 111. При этом, из 188 компаний, попадавших в наши предыдущие рейтинги, в последнем исследовании нашлось место лишь для 76 компаний, или 40% от ранее исследуемых.

### Количество компаний, переходящих в наши новые рейтинги



\* Из 58 компаний, две не рассматривались в исследовании 2011 года

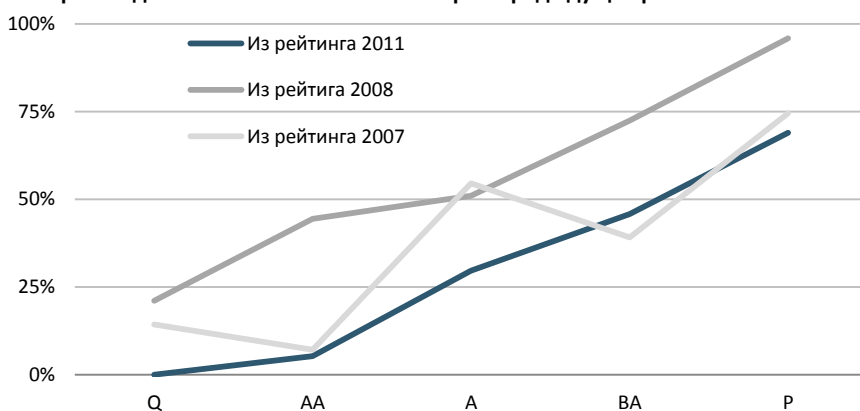
\*\* Из 9 компаний, одна не рассматривалась в рейтинге 2011 года

Источники: исследования Concorde Capital

Для оптимизации наших усилий по исследованию стандартов корпоративного управления, мы каждый раз проводим ревизию списка компаний, чтобы отбросить тех, чьи практики вызывают сомнения. Также, для большей полноты списка компаний с «инвестиционным» рейтингом, мы постоянно пополняем список новичками фондового рынка и компаниями, имеющими потенциал роста стандартов.

Как видно из диаграммы ниже, почти 3/4 эмитентов, когда-либо обозначенных нами как слабые, с точки зрения стандартов (категория «Р»), выбыли из нашего рейтинга. Это же касается почти половины эмитентов, стандарты которых ранее классифицировались как средние или ниже средних. Есть и потери среди компаний, ранее показавших высокие стандарты – на них мы остановились более подробно ниже.

### Фактор выпадания в зависимости от категории предыдущих рейтингов\*



\* Доля компаний из каждой категории предыдущих рейтингов, не оставшихся предметом нашего нового исследования

Источники: исследования Concorde Capital

## Кто же эти выбывшие хорошие компании?

Подавляющее большинство компаний, стандарты которых мы оценивали как выше среднего или образцовые, сохранились в нашем новом исследовании. Тем не менее, заметно поредели ряды компаний, показавших «инвестиционные» результаты в дебютном для них исследовании 2008 года.

Основными причинами выбытия «инвестиционных» компаний из нашего рейтинга являются:

- Прекращение деятельности компании или её реструктуризация;
- Видимые признаки того, что компания перестала быть публичной (в основном касается компаний, депозитарные расписки которых перестали котироваться на Франкфуртской бирже). Из таких компаний, в качестве эксперимента, мы оставили в нашем исследовании две (МСВ Agricole и United Media Holding);
- Существенное падение ликвидности акций компании, что делает бессмысленным её анализ с нашей стороны. Из таких компаний, мы оставили некоторых представителей секторов, активно покрываемых аналитиками Concorde Capital (машиностроение, ГКМ, электроэнергетика).

### Выбывшие компании, ранее получившие высокие оценки

Компания	Наивысший рейтинг	Год наивысшего рейтинга	Когда выпала из исследования	Причина
Cardinal Resources	Q	2007	2008	Прекратила существование
Славутич	AA	2007, 2008, 2011	2013	Акция стала неликвидной
Родовид Банк	Q	2008	2011	Реструктуризован
Укргазбанк	Q	2008	2011	Реструктуризован
Pakko	AA	2008	2011	Стала непубличной
Landkom	AA	2008, 2011	2013	Поглощена
TKS	AA	2008	2011	Стала непубличной
MKS	AA	2008	2011	Стала непубличной
Clubhouse	AA	2008	2011	Стала непубличной
КП Медиа	AA	2008	2011	Поглощена
Виннифрут	AA	2008	2011	Стала непубличной
Landwest	AA	2008	2011	Поглощена
Укринбанк	AA	2008	2011	Акция стала неликвидной
Retail Group	AA	2008	2013	Стала непубличной
Кредобанк	AA	2008	2011	Акция стала неликвидной
Nord Star Pharmashare	AA	2011	2013	Стала непубличной

Источники: исследования Concorde Capital

## Дебютанты исследования – 2013

### Эмитенты облигаций

В нашем новом исследовании, мы расширили список рассматриваемых компаний эмитентами облигаций. Как показало наше исследование онлайн общения с инвесторами 2012 года (IR-Online), некоторые из эмитентов облигаций могут служить примером для эмитентов акций. К тому же, на рынке отмечается значительный рост интереса к долговым ценным бумагам, и эти инструменты создают большую конкуренцию акциям на фондовом рынке.

По этой причине, в списке исследуемых компаний у нас появились 12 эмитентов корпоративных Еврооблигаций (из тех, кто не является эмитентами акций). Также, мы провели исследование стандартов корпоративного управления и открытости 12ти эмитентов наиболее торгуемых местных облигаций.

Стоит отметить, что наш подход к анализу эмитентов долговых инструментов несколько отличается от того, что мы используем для анализа эмитентов акций.

Основным отличием является то, что мы не рассматриваем критерий присутствия в контролирующих органах таких компаний представителей миноритарных акционеров или независимых директоров, а также наличие институциональных инвесторов среди держателей таких ценных бумаг. Для эмитентов облигаций мы ставим по умолчанию наивысшую оценку по данным критериям. Это даёт таким компаниям определённую фору перед эмитентами акций, но мы считаем такой подход логичным, так как:

- Мы анализируем стандарты и практики корпоративного управления с точки зрения портфельных инвесторов, чтобы оценить риски, связанные с инвестициями в инструменты, выпускаемые компаниями;
- Инвестиции в долговые инструменты, по определению, связаны с меньшими рисками.

### Дебютанты рейтинга - эмитенты долговых бумаг

Еврооблигации			Локальные облигации	
Эмитент	Сектор	Тикер	Эмитент	Сектор
Банк Финансы и Кредит	Финансы	FICBUA	Агромат	Ритейл
ВиЭйБи Банк	Финансы	EXIMUK	Банк Хрещатик	Финансы
ДТЭК	ТЭК	DTEKUA	Бурат-Агро	АПК
Интерпайп	ГМК	INPIPE	ВТБ Банк Украина	Финансы
Метинвест	ГМК	METINV	Дружба-Нова	АПК
Надра Банк	Финансы	NADRA	Ильич-Агро Донбасс (HarvEast)	АПК
Нафтогаз Украины	ТЭК	NAFTO	Креди Агриколь Банк	Финансы
Ощадбанк	Финансы	OSCHAD	Платинум Банк	Финансы
Приватбанк	Финансы	PRIVAT	ПроКредит Банк	Финансы
ПУМБ	Финансы	PUMBUZ	Проминвестбанк	Финансы
Укрлендфарминг	АПК	UKRLAN	СК-Агро (Агротрейд)	АПК
Укрэксимбанк	Финансы	VABANK	УкрСиббанк	Финансы

Источник: исследование Concorde Capital

Важно отметить, что среди анализируемых эмитентов акций есть 13 компаний с выпущенными облигациями. Когда мы сравниваем таких двойных эмитентов с эмитентами «только облигаций», мы конечно же, пересматриваем их оценки по методологии «как для эмитентов облигаций».

## Эмитенты акций

Среди 11ти дебютантов нашего рейтинга, 9 компаний являются относительными новичками для фондового рынка, а также 2 компании имеют более длительную историю присутствия на фондовом рынке: Kulczyk Oil Ventures и DUPD.

### Дебютанты рейтинга - эмитенты акций

Эмитент	Тикер	Выход на биржу	Сектор	Категориярейтинга
DUPD	DUPD LN	2007	Финансы	AA
Kulczyk Oil Vetures	KOV PW	2010	ТЭК	Q
Black Iron	BKI CN	2011	ТЭК	Q
Coal Energy	CLE PW	2011	ТЭК	Q
Industrial Milk Co	IMC PW	2011	АПК	Q
KSG Agro	KSG PW	2011	АПК	AA
Ovostar Union	OVO PW	2011	АПК	Q
WESTA	WES PW	2011	Потреб. товары	A
East Coal	ECX LN	2012	ТЭК	AA
KDM Shipping	KDM PW	2012	Транспорт	Q
CUB Energy	KUB CN	2012*	ТЭК	AA

\* SPO

Источник: исследование Concorde Capital

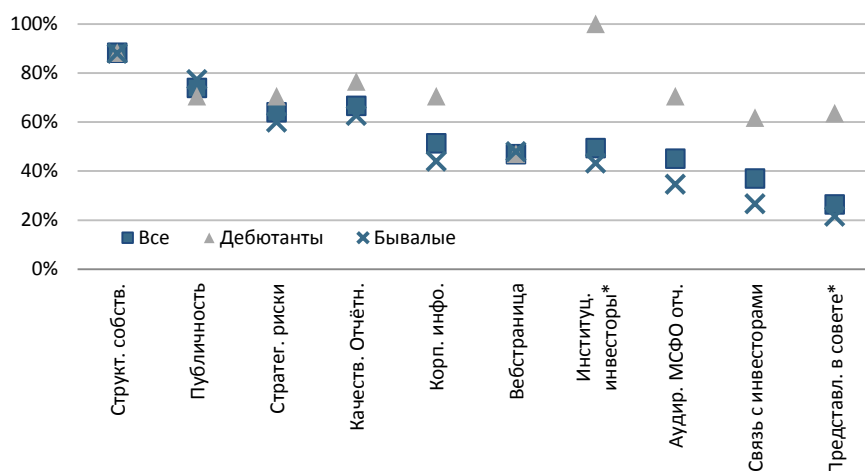
## Дебютанты против старожилов: 2013

Выделяются в лучшую сторону для гарантии выхода на рынки капитала

Из графика ниже отчётливо видно, что дебютанты нашего исследования усилили общий рейтинг в таких категориях:

- Наличие полной информации об эмитенте;
- Наличие МСФО отчётности, проверенной независимыми аудиторами;
- Представленность независимых лиц в органах компаний;
- Налаженные связи с инвесторами.

Доля максимальных оценок по критериям: роль дебютантов (2013)



\* Только для эмитентов акций  
Источник: исследование Concorde Capital

При этом мы понимаем, что все вышеперечисленные критерии являются обязательным набором требований для успешного привлечения финансирования. Поскольку среди новичков нашего исследования много новых для фондового рынка компаний, высокие баллы именно в этих категориях выглядят вполне логично.

### Более «скрытны» для общественности

Единственный параметр, по которому дебютанты нашего исследования показали низкие результаты, по сравнению со старожилами, – это уровень публичности (информирования общественности о своей деятельности и результатах). Не вдаваясь в анализ отдельных случаев, мы делаем вывод, что новичкам ещё стоит научиться подавать информацию о себе в нужной для рынков капитала и СМИ форме.

## Взгляд в будущее

Мы удовлетворены тем, что среди украинских эмитентов есть компании, поддерживающие высокие стандарты информационной открытости и корпоративного управления на протяжении длительного периода времени.

Мы также надеемся, что большая часть дебютантов нашего рейтинга сохранят высокое качество стандартов, продемонстрированных изначально.

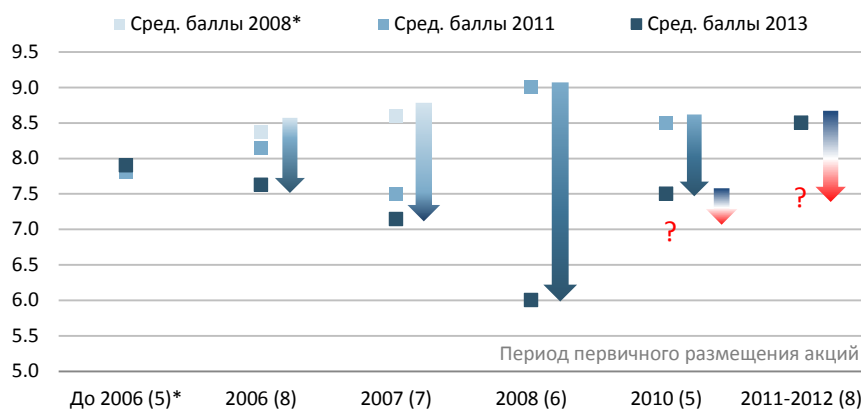
При этом, мы видим высокую вероятность того, что в будущем количество компаний, с которых можно брать пример, будет уменьшаться, если на рынок не будет поступать свежая кровь. Также, ввиду уменьшения интереса международных инвесторов к украинским эмитентам, мы не исключаем, что некоторые образцовые компании сочтут слишком затратным поддержание высоких стандартов и практик корпоративного управления.

Позитивным изменением последних лет являются более жёсткие требования к публичным компаниям украинского фондового рынка (в первую очередь, в части предоставления регулярной финансовой отчётности и перехода на международные стандарты отчётности). Тем не менее, мы не ожидаем дальнейших радикальных изменений в требованиях к эмитентам локальных ценных бумаг, и не верим в то, что такие эмитенты способны существенно улучшить «по своей инициативе» корпоративные стандарты и отношение к миноритарным акционерам.

## Взгляд из прошлого

Показательным ориентиром на будущее служит динамика рейтингов компаний, вышедших на рынок с частными или публичными размещениями.

### Оценки в зависимости от даты оценивания и периода размещения акций



\* Примечание: шкала баллов в исследовании 2008 значительно отличалась от последних исследований  
Источники: исследования Concorde Capital

Как показывает график выше, компании, появившиеся на фондовом рынке «по доброй воле», всегда изначально демонстрировали себя с лучшей стороны. При этом, их средний показатель всегда ухудшался в последующих исследованиях. Примечательно также, что самые «устойчивые» к понижению среднего балла оказались самые ранние размещения (2005-2006 годов), при этом самыми некачественными на поверку оказались компании, размещённые в годы рыночного бума (2007 и особенно 2008). И это при том, что в нашем новом исследовании остались далеко не все из них. Также не сильно порадовали последние размещения, попавшие в наш предыдущий рейтинг (размещения 2010 года), и некоторые из них вызывают опасения по поводу их будущего рейтинга.



Значит ли это, что впервые исследуемые нами дебютанты фондового рынка-2011/12 (самая правая категория на графике) тоже проявят свои не лучшие стороны в будущем? Мы надеемся на лучшее, но на всякий случай на графике красной стрелкой показали возможное направление движения среднего рейтинга дебютантов фондового рынка 2010-2012 в будущем.

### Закат «нерегулируемого» рынка

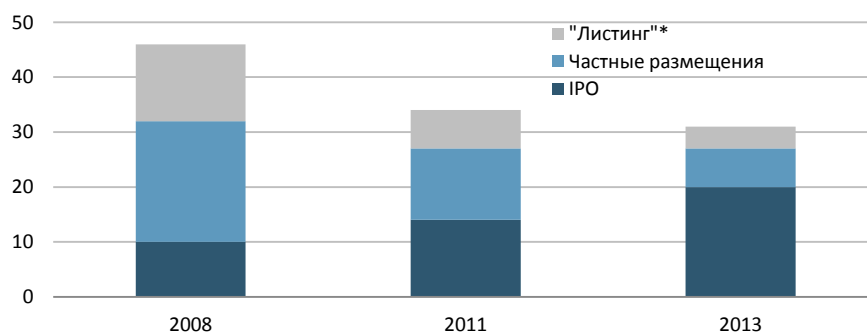
Негативный опыт новичков фондового рынка 2007-2008 годов, в большой мере, объясняется качеством этих новичков, а точнее формой их выхода на фондовый рынок и регуляторной средой.

В период инвестиционного бума и высокой популярности украинских эмитентов в мире, большинство компаний выходили на фондовый рынок путём частных размещений с листингом на нерегулируемых площадках (выставлявших минимальные требования к эмитентам). При низком пороге требований, у них не было никакого внешнего стимула поддерживать высокие стандарты корпоративного управления. Как показывает время, большинство таких компаний воспользовались отсутствием требований – многие из них впоследствии приняли решение стать непубличными, сначала де-факто, а позже и де-юре.

Другая группа компаний «нерегулируемого» спектра – это эмитенты локальных акций, попавших на фондовый рынок исключительно стараниями брокеров. То есть их акции прошли формальный листинг. Проявление высоких стандартов корпоративного управления (в части взаимодействия с миноритарными акционерами) для этой категории является скорее исключением.

Как мы видим из диаграммы ниже, «нерегулируемые» компании (в отличие от пошедших процесс публичного размещения на регулируемых биржах) являются вымирающим видом в «инвестиционных» категориях нашего рейтинга.

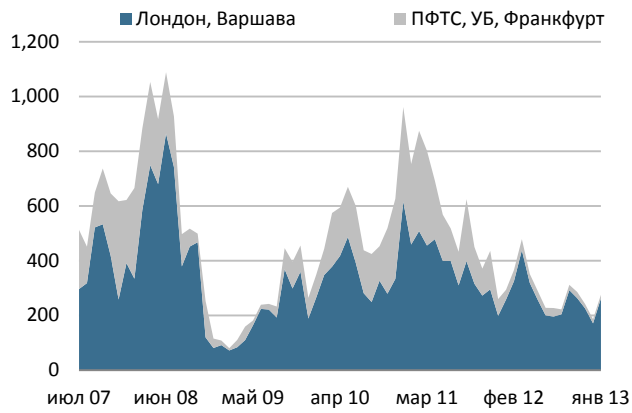
Кол-во эмитентов акций «инвестиционных» категорий (Q и AA) в рейтингах КУ



\* Компании, прошедшие формальный листинг на одной из украинских бирж  
Источники: исследования Concorde Capital

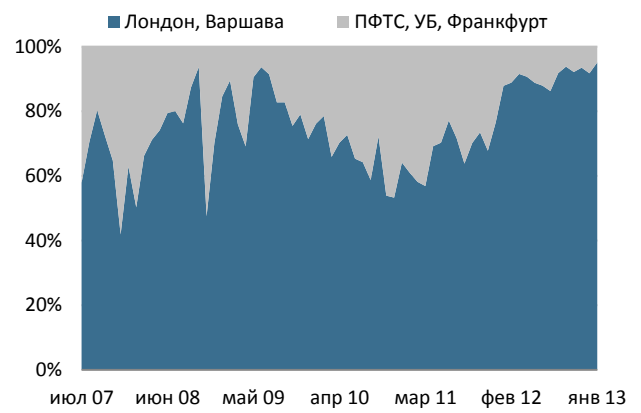
Как следствие, в борьбе за внимание инвесторов с представителями нерегулируемых площадок выиграли по-настоящему публичные компании (прошедшие IPO / листинг на регулируемых площадках в Лондоне и Варшаве). Похоже, что будущее именно за такими компаниями – у них изначальная планка стандартов корпоративного управления намного выше, и она не может существенно опуститься даже при их желании. При том, что нельзя исключать ухода части украинских компаний с регулируемых площадок, такой процесс вряд ли станет таким же массовым как «уход из публичности» разместившихся частным образом на Франкфуртской бирже или украинских биржах в 2006-2008 годах.

**Объем торгов украинскими акциями, млн. долл. в месяц**



Источники: Bloomberg, Украинская биржа, исследование Concorde Capital

**Распределение объема торгов украинскими акциями**



Источники: Bloomberg, Украинская биржа, исследование Concorde Capital

Более подробно на компаниях с разным опытом на фондовых биржах мы остановились в следующем разделе исследования.

## **ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ - 2013**

## Cui prodest, или портрет идеального эмитента

Высокие стандарты корпоративного управления, как самоцель, не являются предметом нашего исследования. Мы концентрируемся на внешних проявлениях практик корпоративного управления, касающихся фондового рынка. Исходя из заданной системы координат, основной особенностью идеального для нас эмитента является его заинтересованность в поддержке и продвижении качественных практик. То есть, идеальный кандидат должен понимать неоспоримую пользу от своей открытости для рынков капитала.

Поэтому, идеальному эмитенту должны быть присущи:

- Неоспоримые выгоды от присутствия на фондовом рынке. Ограниченность альтернативных способов финансирования деятельности / развития, или существенные выгоды от присутствия на рынках капитала (например, доступ к более дешёвому финансированию);
- Высокие стандарты, диктуемые извне (отраслевое регулирование, высокие требования биржи).

Тот портрет, который мы можем вывести из этих критериев, полностью совпадает выводами нашего исследования, раскрытых ниже по тексту.

### **Итак, портрет идеального эмитента:**

- Компания, контролируемая основателями, у которых нет других крупных бизнесов или альтернативных источников роста благосостояния (т.е. олигархи и госкомпании – не в счёт);
- Компания из сектора, обделённого вниманием кредиторов, по причине естественного отсутствия твёрдого залога, но с потребностью пополнения инвестиционного или оборотного капитала. То есть, компании с относительно длинным производственным циклом и неликвидным залогом: АПК, ресурсные компании, девелоперы, компании с большой долей интеллектуальной собственности. Сюда же можно отнести компании с впечатляющей историей будущего роста, для финансирования которого простого кредитования может быть недостаточно;
- Компания, размещённая на заграничной (регулируемой) фондовой бирже, которая даже при желании не может значительно опустить высокую планку корпоративных стандартов без значительного ущерба для бизнеса;
- Компания, выход которой на публичный рынок не является основным средством решения её накопившихся проблем (проблем с долгами, неблагоприятной рыночной средой, конфликтом между акционерами или давлением со стороны третьих лиц).

Есть большая вероятность, что компании, соответствующие такому описанию, пришли на рынок всерьёз и надолго, и они будут поддерживать высокие стандарты корпоративного управления и отношений с инвесторами.

При этом, стоит отметить, одним из самых заметных признаков компании с высокими стандартами корпоративного управления является:

- Компания, недавно привлекавшая (или планирующая привлечь) средства на рынках капитала.

Важно отметить, что такие компании, если у них нет всех четырёх вышеперечисленных признаков, являются нестабильными, с точки зрения поддержания высоких стандартов корпоративного управления.

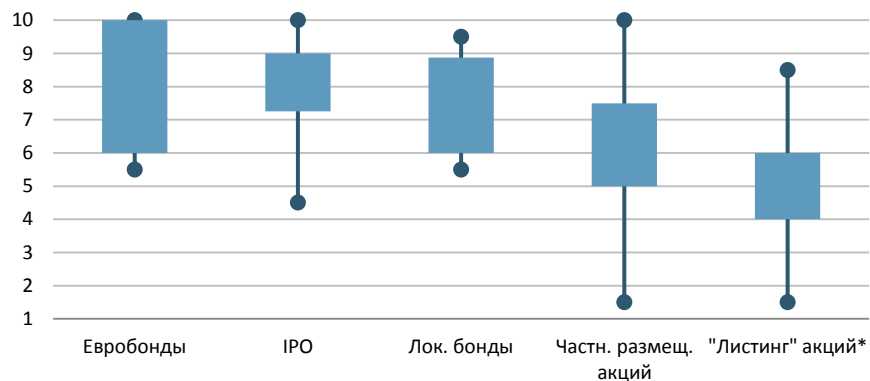
## Скажи мне, как ты размещался...

О чём бы мы ни рассуждали ниже, самым важным фактором, определяющим стандарты и практики корпоративного управления, является опыт эмитентов, связанный с фондовым рынком.

Как мы видим из диаграммы ниже, стандарты корпоративного управления значительно разнятся для компаний:

- Познакомившихся с фондовым рынком в результате публичного размещения ценных бумаг на регулируемых площадках с высокими требованиями к эмитентам: IPO, Еврооблигации;
- Получивших опыт на открытом рынке путём частного размещения акций на нерегулируемых площадках, размещения локальных облигаций;
- И не получавших опыт размещений на бирже: размещённых брокерами «вопреки» мнению основных акционеров, либо прошедшим формальный листинг на бирже для соответствия украинскому законодательству.

### Распределение баллов (2013) в зависимости от способа выхода на фондовый рынок



\* Попавшие на биржу путём листинга их акций брокерами на украинских фондовых биржах или формального листинга эмитентами (без привлечения капитала через биржу)

Источник: исследование Concorde Capital

### Акции против облигаций

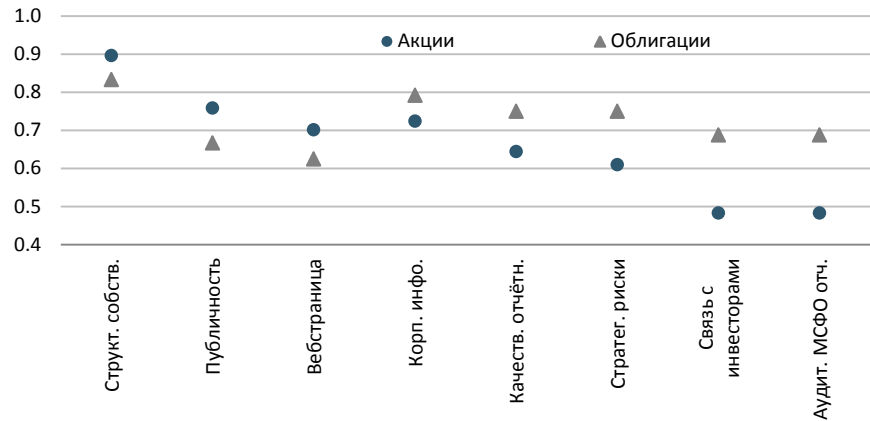
Несколько неожиданным выглядит относительно высокий результат эмитентов облигаций против эмитентов акций, даже с учётом той форы, которую мы дали эмитентам долговых бумаг (по критерию присутствия независимых представителей в совете компаний).

Разницу в рейтингах между эмитентами Еврооблигаций и компаниями с опытом IPO мы объясняем наличием образцовых компаний-эмитентов Еврооблигаций (фактически готовых к IPO). При этом, среди эмитентов акций мы наблюдаем меньший разброс в стандартах и большую их концентрацию вверху рейтинга: то есть, они выглядят намного более дисциплинированными.

В случае с эмитентами локальных облигаций (по отношению к сравнимой группе компаний с опытом частных размещений акций) – относительно высокие стандарты объясняются большой концентрацией банков. У банков, более тщательно регулируемых, намного лучше обстоят дела с отчётностью (МСФО) по сравнению с промышленными компаниями, преобладающими в списке эмитентов акций.

Если мы рассмотрим критерии, по которым подход в оценивании эмитентов акций и облигаций не отличается, то по большинству из них эмитенты облигаций набрали более высокий средний балл. Больше всего разница видна в критериях МСФО отчётности и качества отчётности - это не удивительно, ввиду большой доли дисциплинированных банков среди эмитентов облигаций. Тем не менее, нас удивила несколько большая открытость эмитентов облигаций к общению с инвесторами.

Средний балл по критериям, эмитенты акций vs. эмитенты «только облигаций»

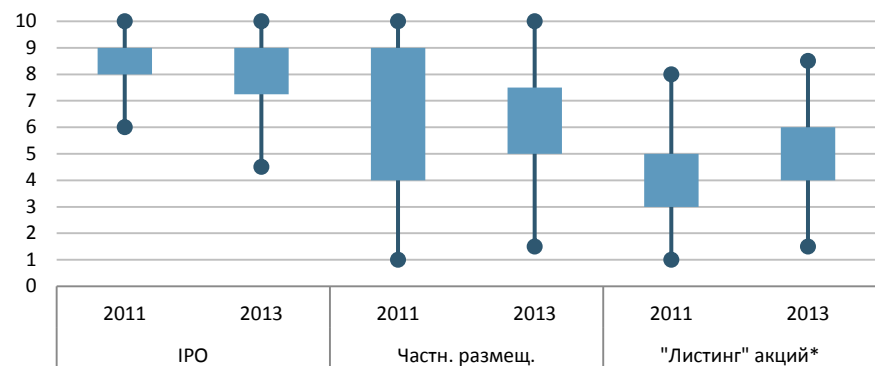


Источник: исследование Concorde Capital

### Акции: три ярко выраженные категории эмитентов

Бытие определяет сознание, заявлял Карл Маркс, и это изречение подходит к нашему случаю. Бытие, то есть опыт и отношение к рынкам капитала, у трёх разных групп эмитентов акций, отличается радикально. То, что считается позорным для компаний, размещённых на зарубежных регулируемых площадках, является почти образцом для компаний, случайно попавших на фондовую биржу (например, путём листинга акций брокерами).

Распределение баллов эмитентов акций в зависимости от способа выхода на биржу



\* Попавшие на биржу путём листинга их акций брокерами или формального листинга эмитентами (без привлечения капитала через биржу)

Источники: исследования Concorde Capital

### 1. «Никуда уж не денешься»: компании с опытом IPO (разместившие акции на регулируемых зарубежных биржах: Варшава, Лондон, Торонто)

Более жёсткие изначальные требования к эмитентам на регулируемых площадках определяют высокие места в нашем рейтинге для компаний с опытом IPO. Высокие требования заставляют компании держаться в тонусе, как бы им ни хотелось обратного: их средние результаты остаются высокими в нашем новом рейтинге, как и в предыдущем исследовании.

## **2. «Спасибо, мы подумаем»: Компании с опытом частных размещений на нерегулируемых площадках (расписки на Франкфурте, привлечения через украинские биржи)**

Для компаний с опытом размещений на нерегулируемых площадках, важно показать хорошее впечатление в начале (т.е. непосредственно при размещении). Поле размещения, стимул поддерживать высокие стандарты публичности ослабевает. При этом, зачастую, ограничений минимальных стандартов не существует. Исходя из опыта компаний и их дальнейших планов, после размещения они могут пойти двумя разными путями:

- Компании с позитивным опытом и намерением в дальнейшем финансироваться за счёт рынков капитала, продолжают поддерживать заданные в начале стандарты;
- Компании с не очень позитивным опытом (разочаровавшиеся) или потерявшие перспективу дальнейшего финансирования на фондовом рынке, становятся закрытыми.

При том, что компаний из первой категории оказывается не так уж много (и слабость рынков способствуют дальнейшему разочарованию), на лицо определённая деградация компаний с опытом частного размещения.

## **3. «Какие такие миноритарии?» Компании, акции которых размещались брокерами (без участия эмитентов) или прошли формальный листинг**

Для компаний без опыта привлечения капитала на фондовом рынке, поддержание стандартов корпоративного управления может исходить лишь изнутри. Более того, у собственников таких компаний, возможно, остался осадок негативного отношения к миноритариям (то есть, купившим акции у брокеров – конкурентов менеджмента при первичной скупке акций у сотрудников компаний).

Тем не менее, минимальная планка стандартов для таких компаний растёт (в первую очередь, по причине ужесточения регуляторных требований на местном рынке). При том, что они остаются в нижней части рейтинга, данная категория компаний показала ощутимый прогресс - не в последнюю очередь, по причине нашего отсева несостоявшихся.

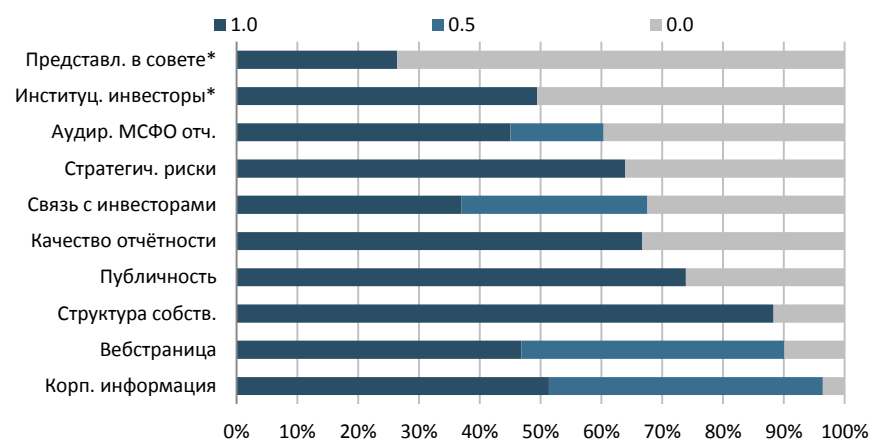
## Чужакам у нас не место

Оценки по нашему новому критерию качества корпоративного управления - представленности интересов миноритариев в контролирующих органах компании - оказались самыми слабыми.

В этом мы не видим ничего удивительного - основатели и собственники украинских компаний неохотно впускают в нее чужаков (независимых членов совета или ревизионной комиссии).

Более того, присутствие независимых лиц в органах компаний, в основном, присуще тем, кто котируется на западных биржах. Так, мы убедились в присутствии независимых директоров/ревизоров в 73% компаний, проводивших IPO, 27% компаниях с опытом частных размещений акций, и ни в одной компании из тех, акции которых попали на рынок «сами по себе». То есть, высокие стандарты корпоративного контроля не диктуются изнутри, а только имплементируются в ходе подготовки к выходу на рынки капитала.

### Распределение баллов по критериям, исследование 2013



\* Только для эмитентов акций

Источник: исследование Concorde Capital

Традиционно сильными сторонами украинских компаний остались наличие корпоративной информации и информации о собственниках.



## Ещё раз о чужаках: ТНК не отличаются от олигархов, госкомпаний

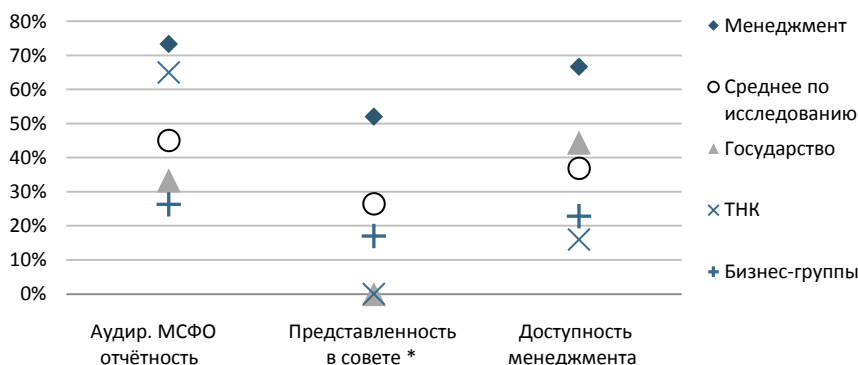
Несколько неприятно удивило отношение к миноритарным акционерам среди компаний, контролируемых украинскими бизнес группами, а также... транснациональными корпорациями (ТНК).

Обе категории собственности показали наихудшие результаты по критерию доступности менеджмента (представителей компаний). В нашем опросе о возможности встретиться с представителями компаний – наиболее распространённым ответом было: «обратитесь в управляющую компанию». То есть, большинство из олигархов и международных корпораций не рассматривают украинских миноритарных акционеров как участников компаний. Или это следствие слепого подчинения менеджеров компаний «вышестоящим органам»? Даже госкомпании оказались более открыты для общения с миноритариями.

Стоит отметить, что применительно к активам бизнес-групп, такой подход несколько упрощает жизнь брокерам и инвестиционным фондам – фактически «из одного окна» ты можешь узнать о делах большого количества компаний. Но, конечно же, с точки зрения предмета нашего исследования, это выглядит негативом.

Ещё одной примечательной особенностью ТНК, в контексте нашего исследования, является исключительно редкое присутствие независимых лиц в управляющих/контролирующих органах компаний: по данному критерию, ТНК ничем не отличаются от государства, которое вполне естественно не использует у себя такую практику.

### Доля компаний с максимальным баллом по критерию, по группам собственников



\* Только для эмитентов акций

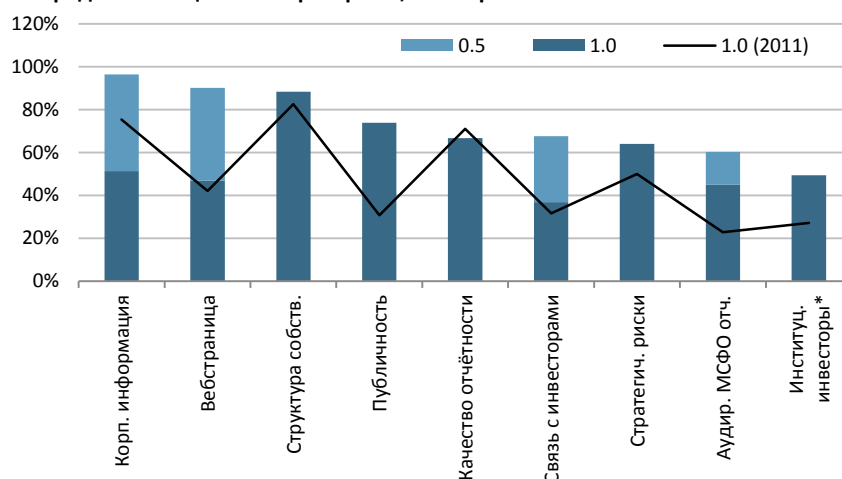
Источник: исследование Concorde Capital

## Учёт и открытость для СМИ – главные улучшения

Основной безоговорочный прогресс по сравнению с предыдущим рейтингом наблюдается в критерии наличия проверенной аудитором МСФО отчётности. И это при том, что в данном случае мы более жёстко подошли к оценке данного параметра (полный балл – только за полную отчётность).

Также примечательно, что значительно больше компаний в нашем новом рейтинге соответствовали критерию высокой публичности (предоставления информации о своей деятельности в прессе). Причиной тому мы видим прогресс пиар служб компаний, подающих всё более полезную для аналитиков информацию о своей деятельности (возможно, под давлением представителей самих СМИ).

**Распределение оценок по критериям, 2013 против 2011**



\* Только для эмитентов акций  
 Источники: исследования Concorde Capital

Ещё два заметных улучшения по сравнению с предыдущим исследованием зафиксированы в критериях присутствия институциональных инвесторов (благодаря новичкам рейтинга), а также уменьшение стратегических рисков (в основном, по причине выпадения более рискованных компаний из нового рейтинга).

## Заграница помогает высокими требованиями

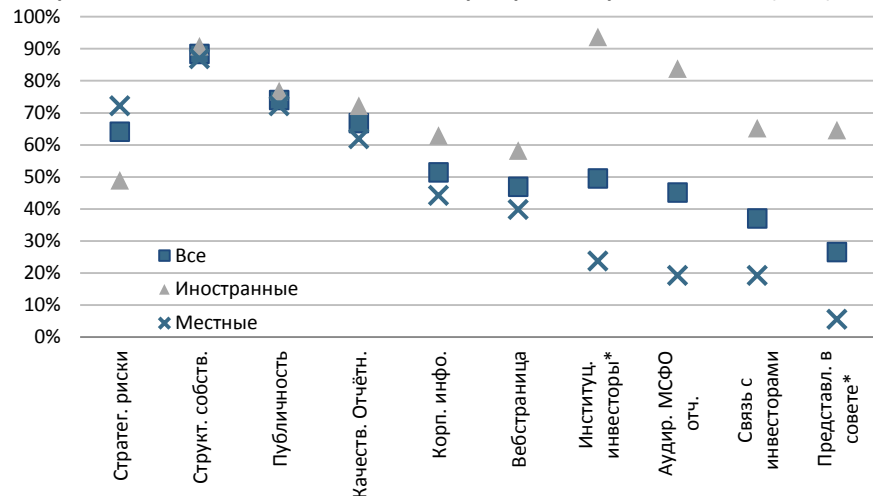
Компании с иностранным листингом показывают, в среднем, более высокие результаты в нашем исследовании, и их наличие в значительной степени определяет высокий средний результат. В этом нет ничего удивительного: требования к эмитентам на зарубежных площадках намного жёстче.

Особо видна разница между компаниями местного и иностранного листинга именно в тех категориях, которым присущи отличия в требованиях бирж:

- Наличие МСФО отчётности, проверенной независимым аудитором;
- Представленность независимых лиц в органах компаний;
- Налаженные связи с инвесторами, присутствие специалиста по IR.

И как следствие, иностранные компании имеют в числе своих акционеров значительно больше институциональных инвесторов.

Распределение максимальных оценок по критериям, биржам листинга (2013)



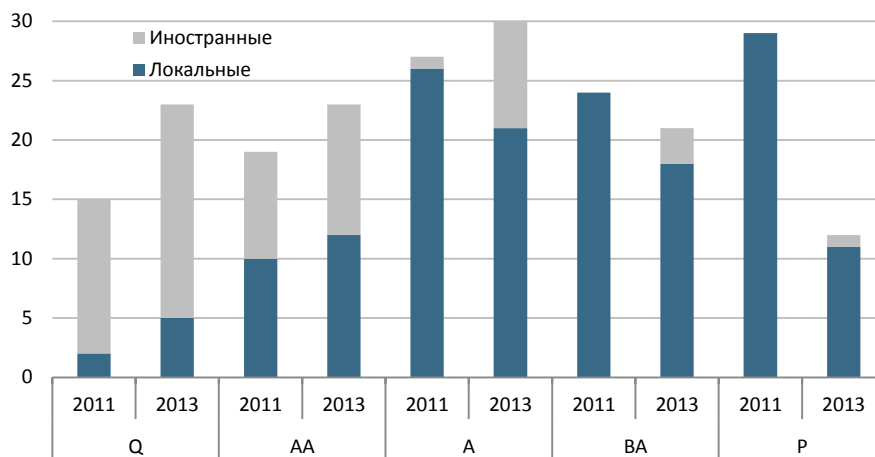
\* Только для эмитентов акций  
Источник: исследование Concorde Capital

При этом, можно сделать вывод, что поддержка высоких стандартов «зарубежных» компаний является исключительно следствием более высоких требований на биржах. Например, мы не обнаружили заметной разницы между локальным и зарубежными эмитентами в критериях, прямо не требуемых зарубежными биржами (Публичность и Качество отчётности).

Более того, компаниям с зарубежным листингом присущи выше стратегические риски (риски уменьшения стоимости активов для инвесторов, по вине самой компании или по независящим от нее причинам). Такая статистика нас не может радовать – ведь компании с зарубежным листингом являются лицом Украины на международных рынках капитала.

Но как бы там ни было, эмитенты «иностраных» ценных бумаг составляют львиную долю инструментов «инвестиционного» качества, и их доля со временем только растёт.

**«Географическая» представленность эмитентов ЦБ в категориях рейтингов**



Источники: исследования Concorde Capital

## Олигархи, как и прежде, «пасут задних»; госкомпании «очистились»

Рейтинг в разрезе типа собственников компаний не претерпел изменений: как и прежде, самыми образцовыми с точки зрения стандартов корпоративного управления выглядят компании, управляемые основателями бизнеса, а активы бизнес-групп выглядят хуже всех.

*Активами бизнес-групп мы считаем компании, входящие в крупные официальные украинские холдинги, или компании, основные собственники которых владеют другими схожими по размеру активами.*

*Активами ТНК мы считаем принадлежащие крупным международным холдингам, т.е. ключевые активы которых не находятся в Украине.*

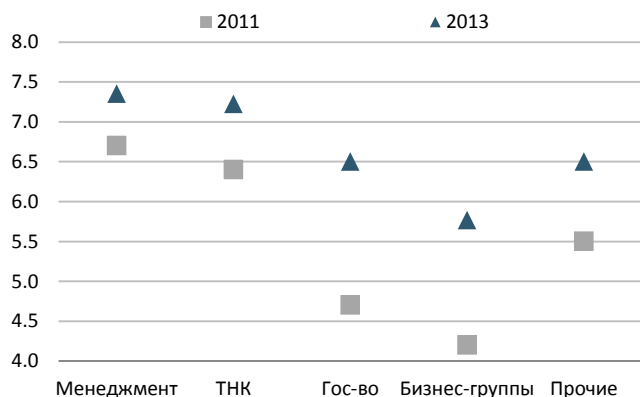
*Под активами, контролируруемыми менеджментом, мы понимаем компании, ключевые собственники которых не имеют других равноценных активов. Как правило, собственники принимают активное участие в управлении такими активами.*

### Госкомпании – лидеры улучшения

Единственное открытие нашего нового исследования - компании, контролируемые транснациональными корпорациями (ТНК) и компании, контролируемые государством, показали очень похожий результат.

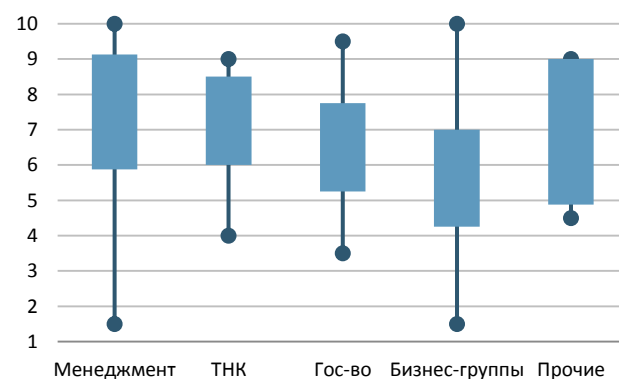
Более того, госкомпании, оставшиеся в нашем рейтинге, показали самый значительный прогресс среди всех категорий собственников. Мы это связываем, в первую очередь, с тем, что ряды рассматриваемых нами госкомпаний значительно очистились: из 19ти компаний, рассматриваемых нами в 2011 году, 7 покинули наш рейтинг и ещё 6 перешли в категорию «олигархов», так как были приватизированы. При этом, к шестёрке оставшихся, добавилась тройка относительно сильных государственных эмитентов Еврооблигаций.

Средние баллы по группам собственности



Источник: исследования Concorde Capital

Распределение баллов по группам собственности (2013)\*



\* Точками отмечены самые высокие и самые низкие показатели в каждой из категорий. Столбцы указывают на диапазон, в котором были оценены 50% компаний в категории

Источник: исследование Concorde Capital

### Активы менеджеров-собственников vs. активы бизнес групп

Высокие баллы компаний, собственниками которых является **менеджмент** (основатели бизнеса, для которых данный актив является основным) нас не удивляют – ведь именно эта категория собственников наиболее активна на рынках капитала. Не имея в запасе других серьёзных средств увеличения своего богатства, они вкладывают всю свою душу в компанию, и при этом делают всё для того, чтобы в будущем у них оставалась возможность выйти ещё раз на рынки капитала.

При том, что активы бизнес-групп оказались на другом полюсе рейтинга от активов менеджеров, стоит отметить и существенный прогресс компаний данной категории, по сравнению с нашим предыдущим исследованием. Также важно отметить, что низкий средний балл активов олигархов объясняется наличием среди них огромного количества эмитентов акций, торгующихся на нерегулируемых площадках. Тем не менее, у олигархов есть свои «флагманы», компании ответственные за привлечение денег на рынках капитала. Бизнес-группы являются второй по численности категорией собственников в нашем списке наиболее качественных компаний (с рейтингом “Q”).

### Активы менеджеров-собственников vs. активы ТНК

Примечательно, что антиподами активам собственников-менеджеров являются не компании, принадлежащие местным олигархам, а активы транснациональных корпораций. По четырём из десяти критериев оценивания, активы ТНК и активы «менеджеров» оказались на разных полюсах. При этом, самые высокие средние баллы по большинству из критериев набрали именно представители этих двух групп собственников.

#### Лидеры и аутсайдеры критериев по классам собственности\*

	Менеджмент	ТНК	Государство	Бизнес-группы
Аудир. МСФО отч.	■			■
Институц. инвесторы**	■			■
Вебстраница	■			■
Представл. в совете**	■	■	■	
Связь с инвесторами	■	■		
Корп. информация		■		■
Качество отчётности		■		■
Стратегич. риски	■	■		
Структура собств.	■	■	■	
Публичность	■	■	■	■

\* Синим цветом выделены группы собственников, набравшие самый высокий средний балл в категории, серым – самый низкий

\*\* Только для эмитентов акций

Источник: Исследование Concorde Capital

Интересно также выглядит разница между этими двумя группами компаний. Собственники-менеджеры сильны в «обязательной программе» иностранных фондовых бирж (наличие аудита по МСФО, качественный вебсайт, налаженные связи с инвесторами, допуск третьих лиц в контролирующие органы компаний). Но самой слабой стороной этой группы собственников оказалось раскрытие информации ... о себе. Активам ТНК присущи самое высокое качество отчётности, (что может говорить о высоком внутреннем корпоративном контроле) и наименьшие стратегические риски.

### Даже у олигархов есть сильные стороны

Оказывается, у госкомпаний и активов олигархов тоже есть свои сильные стороны, хотя их заметно меньше, чем у других групп собственников. Примечательно, что они оказались самыми «публичными» - наиболее активно распространяют информацию о своей деятельности через релизы в СМИ. Но похоже, это диктуется спросом от самих СМИ, активно следящих за деятельностью крупнейших украинских компаний.

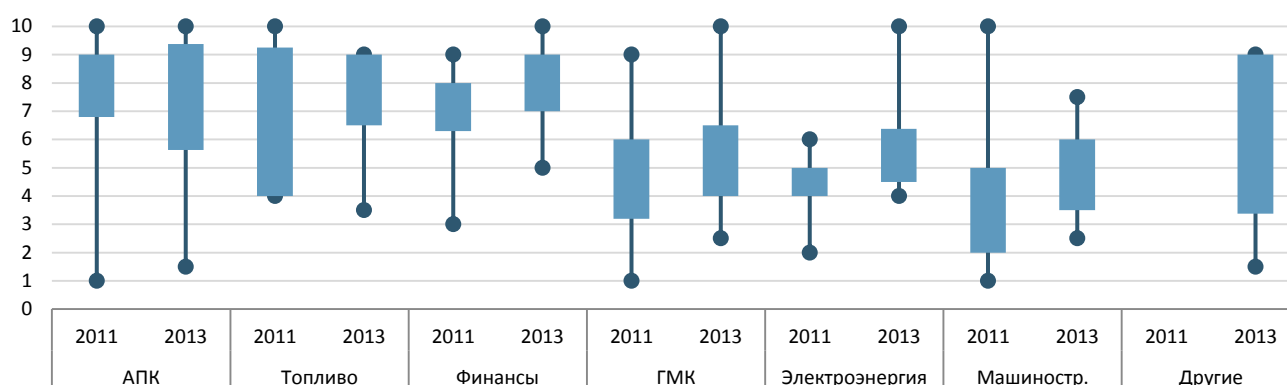
## Три состоявшихся сектора

Как и во всех предыдущих исследованиях, три сектора экономики показали отличные результаты:

- Агропродовольственный комплекс (АПК), наиболее широко представленный на зарубежных фондовых биржах;
- Топливный сектор (добыча нефти, газа и энергетического угля), также имеющий существенный уклон на западные биржи;
- Финансовый сектор, самый дисциплинированный (регулируемый) по определению, тоже со значительным присутствием эмитентов иностранных ценных бумаг.

Все остальные сектора, хоть и показали видимый прогресс по сравнению с предыдущим исследованием, значительно уступают лидерам: то, что хорошо для этих секторов, выглядит убого для трёх секторов-лидеров.

Распределение баллов рейтинга по секторам



Источник: исследование Concorde Capital

**«Публичность как залог успеха»** - это, наверное, самая очевидная причина высоких стандартов секторов **энергетических ресурсов** и **АПК**. Компании из данных секторов исторически обделены вниманием кредиторов, поскольку у них нет весомого залога под кредиты. Выпуск акций или необеспеченных облигаций выглядит наиболее приемлемым путём привлечения капитала для их развития. Соответствие высоким стандартам для них не роскошь и не прихоть, а способ заявить о себе на рынках капитала для сохранения возможности новых привлечений.

**«Как рыба в воде»** чувствует себя на рынке капитала **финансовый сектор**. С одной стороны, финансовые компании (банки) смотрят на рынок капитала как на одно из средств пополнения оборотного капитала, с другой стороны, относительно высокие регуляторные требования и высокие стандарты материнских зарубежных компаний заставляют соответствовать высоким стандартам. Как результат – сектор находится в авангарде наших рейтингов.

**«Рынки капитала – не приоритет»** - с таким жизненным кредо, видимо, живут компании **ГМК, электроэнергетики** и **машиностроения**. Компании этой группы, в большинстве, не видят смысла в выходе на рынки капитала по причине отсутствия потребности во внешнем финансировании. Большинство из компаний этих секторов имеют возможность привлекать деньги банков или материнских структур (бизнес групп, ТНК). Лишь немногие из компаний этих секторов могут считаться активными участниками рынков капитала. Как следствие – относительно низкие стандарты открытости и корпоративного управления.

## Ещё раз о будущем

Исходя из нашего анализа, можем ожидать как заметные улучшения в качестве корпоративного управления, так и новых эмитентов ценных бумаг, в тех же АПК, ресурсном и финансовом секторах. Вполне возможен выход на рынки капитала компаний из секторов, которые имеют схожие проблемы и потребности – компании с высокой долей интеллектуальной собственности в активах (однако, пока что о планах таких компаний ничего не слышно). Возможна также консолидация активов в других секторах, что может улучшить средние стандарты корпоративного управления путем поглощения слабых более «продвинутыми» и более активными на рынках капитала.



## **КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ЦЕННЫЕ БУМАГИ**

## Высокие стандарты – для справедливой оценки

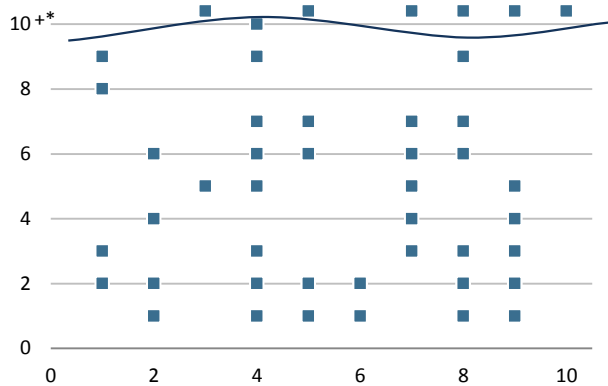
Как и в нашем прошлогоднем исследовании IR-Online, мы приходим к выводу, что проявления высоких стандартов корпоративного управления не несут неоспоримых выгод для эмитентов. Хорошие практики воспринимаются фондовым рынком как должное; плохие стандарты рынком воспринимаются явно негативно.

То есть, единственное преимущество для компании от её проявления и поддержки высоких стандартов – это некая гарантия того, что рынок будет справедливо её оценивать. Как результат, это позволяет качественным компаниям (не только с точки зрения исследуемых нами стандартов, но и точки зрения качества бизнеса и финансовой стабильности) получить доступ к более дешёвому финансированию на рынках капитала. Хочешь справедливой оценки – прояви высокое качество корпоративного управления.

## Рынок стал чувствителен к качеству

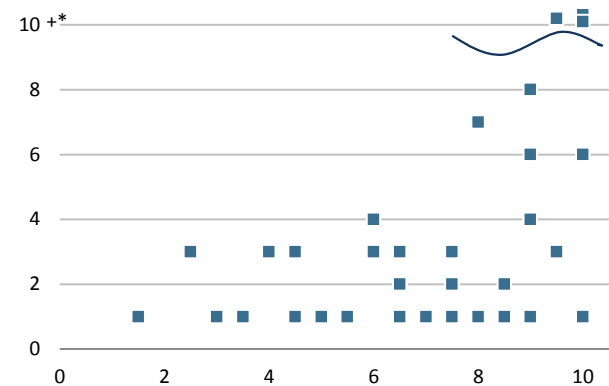
Высокие стандарты корпоративного управления становятся всё более важными для продвижения компаний на фондовом рынке. Как показывает нижеприведённая статистика, акции компаний с высокими показателями в нашем новом рейтинге покрываются большим количеством брокеров. Примечательно, что в 2011 году брокеры были менее «разборчивыми» в посвящении своего времени на анализ украинских компаний: среди активно анализируемых акций тогда было много некачественных, с точки зрения стандартов корпоративного управления.

**Балл рейтинга КУ и количество аналитических рекомендаций (вертикальная шкала) по акции:**  
Исследование 2011 (рекомендации на апрель 2011)



\* Для большей наглядности, вертикальная шкала ограничена 10ю рекомендациями  
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

**Исследование 2013 (текущие рекомендации)**

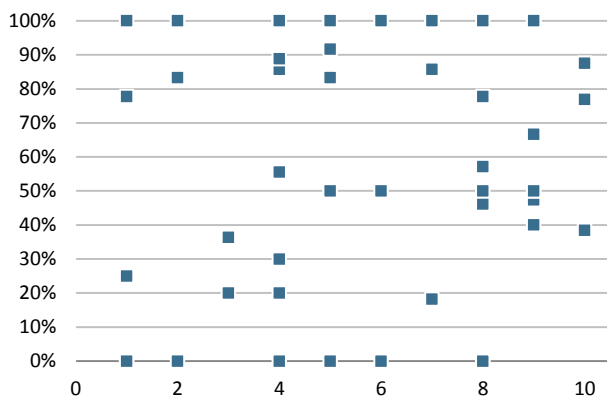


\* Для большей наглядности, вертикальная шкала ограничена 10ю рекомендациями  
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

Неудивительно, что инвесторы также стали фокусировать своё внимание на акции компаний с высокими стандартами: для таких акций более часто встречается рекомендация «держать» или «продавать», свидетельствующая об их «справедливой» оценке рынком. Компаниям с низкими стандартами аналитики намного чаще присваивают рекомендацию «покупать», то есть, они считают, что рынок их «недооценивает» или «игнорирует».

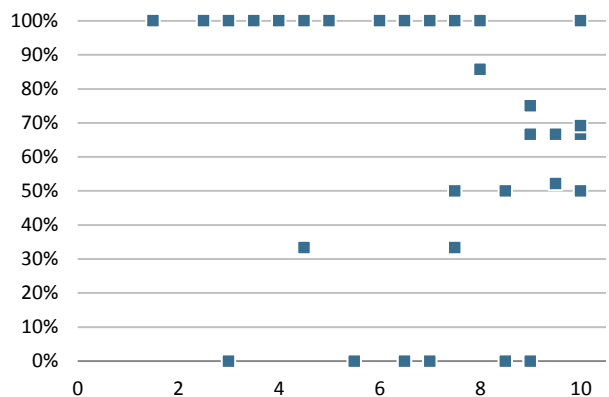
Стоит отметить, что в 2011 году намного большее количество «некачественных» компаний (с точки зрения нашего рейтинга) были «справедливо» оценены рынком, то есть не имели 100% рекомендаций «покупать».

**Балл рейтинга КУ и доля рекомендаций «ПОКУПАТЬ» (вертикальная шкала) из всех рекомендаций по акции:**  
Исследование 2011 (рекомендации на апрель 2011)



Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

**Исследование 2013 (текущие рекомендации)**



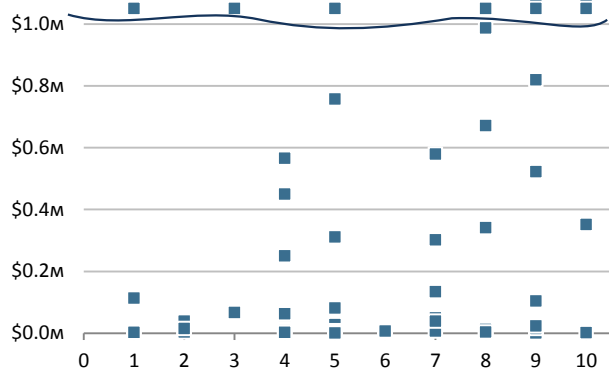
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

Ещё одним подтверждением роста требований рынка служит всё более проявляющаяся зависимость между стандартами корпоративного

управления и объемами торгов акций. Высокие объемы торгов в этом году присущи исключительно «качественным» акциям.

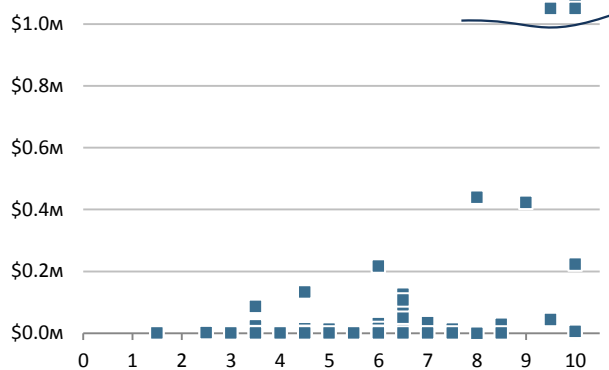
**Балл рейтинга корпоративного управления и средние дневные объемы торгов:**

**Исследование 2011 (торги за янв.-апр. 2011)\***



\* Для большей наглядности, вертикальная шкала ограничена значением \$1 млн.  
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

**Исследование 2013 (торги за янв.-апр. 2013)\***



\* Для большей наглядности, вертикальная шкала ограничена значением \$1 млн.  
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

## «Доплачивать за стандарты» рынок не готов

При большем внимании участников фондового рынка к качественным компаниям, с точки зрения стандартов корпоративного управления, мы не нашли существенного различия в рыночных мультипликаторах компаний с разными стандартами.

Что мы можем отметить однозначно, так это:

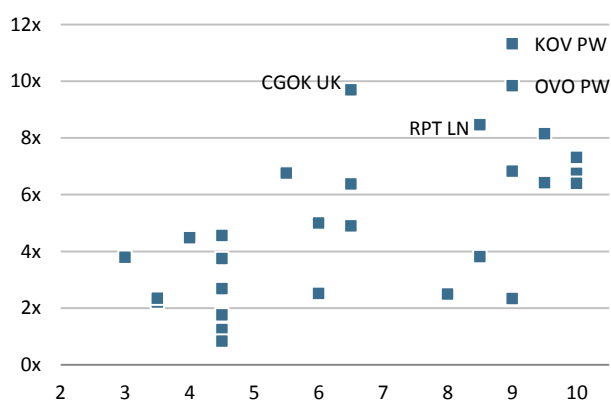
- Рынок оценивает один доллар прибыли некачественных компаний (5.5 баллов в нашем рейтинге и ниже) не выше чем в пять долларов.
- Рынок применяет дисконт в 60% и более к некачественным компаниям (4.5 баллов и ниже).

Но это не значит, что компании с высокими стандартами:

- торгуются с мультипликатором P/E выше пяти;
- торгуются с меньшим дисконтом к сравнимым компаниям, чем некачественные компании.

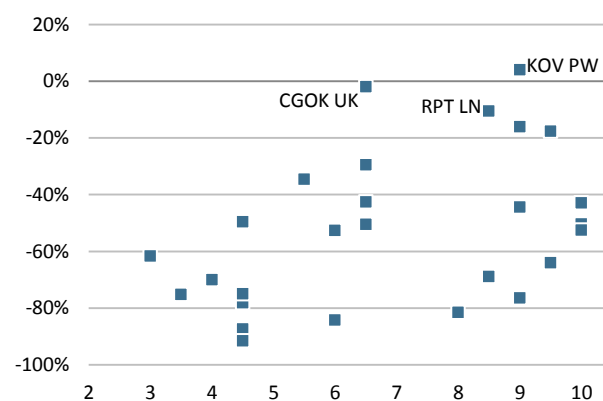
То есть, фондовый рынок «с удовольствием применяет дисконт» к некачественным компаниям, но «не спешит премировать» качественных эмитентов.

Рейтинг и мультипликатор P/E 2012 года\*



\* Данные на 30 апреля 2013 года. Экстремальные значения P/E (для компания с низкой прибылью) исключены  
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

Рейтинг и премия к сравнимым компания по P/E 2012г\*



\* Данные на 30 апреля 2013 года. Экстремальные значения P/E (для компания с низкой прибылью) исключены  
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

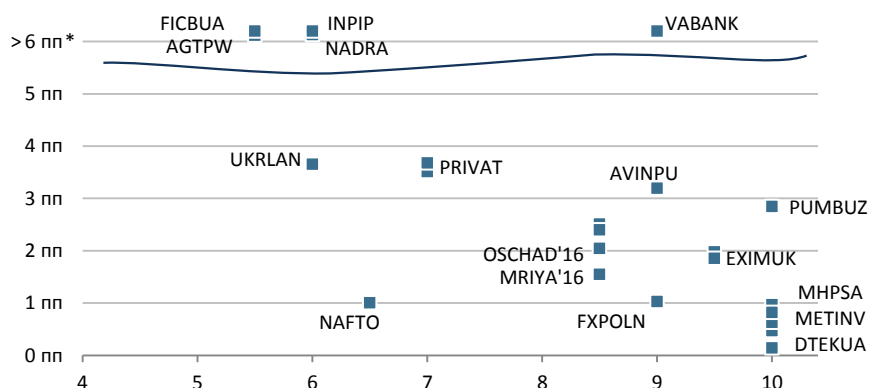
## Качество КУ – аргумент для облигаций

Проявления качественных стандартов корпоративного управления выглядят весомым аргументом для эмитентов Еврооблигаций, особенно если у них нет в запасе аргументов в виде поддержки государства или мощных международных структур.

Как мы видим из диаграммы ниже, облигации компаний, набравших наивысшие баллы в нашем исследовании, торгуются с наименьшим спрэдом к суверенной кривой доходности. При этом, эмитенты из «инвестиционных» категорий (ниже 7 баллов нашего рейтинга) торгуются со спрэдом более 3 процентных пунктов.

Как и в случаях, рассматриваемых ниже, единственным исключением из правила является Нафтогаз Украины. Видимо то, что позволительно защищённому со всех сторон эмитенту квази-суверенных облигаций, не прощается рынком даже для таких крупных эмитентов как Приватбанк.

### Рейтинг КУ и премия Еврооблигаций к суверенной кривой доходности\*

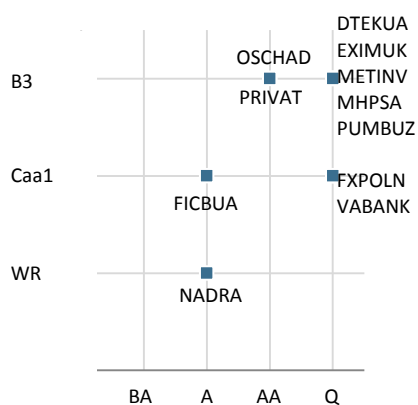


\* На 30 апреля 2013 года; Для большей наглядности, вертикальная шкала ограничена значением бп.  
Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

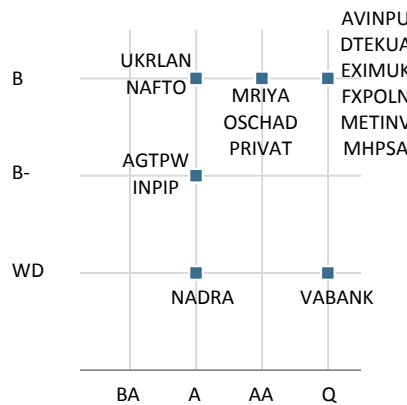
## Рейтинг КУ и кредитные рейтинги

Хотя мы не претендуем на то, что наш рейтинг можно использовать как критерий инвестиционной привлекательности или безопасности, мы находим некоторую корреляцию между результатами нашего исследования и рейтингами эмитентов долговых ценных бумаг, присваиваемых международными агентствами.

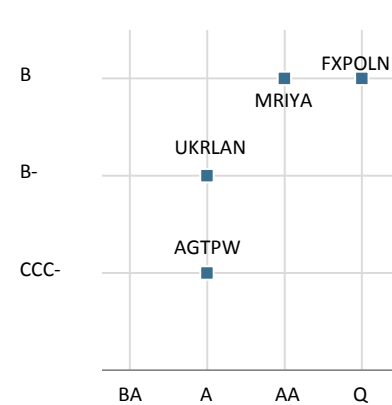
Соотношение с рейтингом Moody's



Соотношение с рейтингом Fitch



Соотношение с рейтингом S&P



Источники: Bloomberg, исследование Concorde Capital

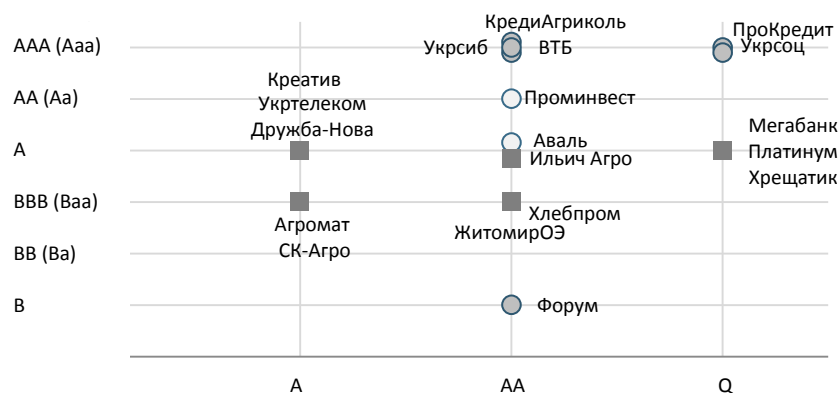
Мы находим объяснение подобной связи в том, что рейтинговые агентства, в своем анализе также используют свои оценки качества корпоративного управления и информационной открытости. Тем не менее, фокусом нашего исследования является открытость, а для кредитных рейтингов более важно текущее финансовое состояние эмитентов и обеспеченность их долгов.

При сопоставлении кредитных рейтингов и результатов нашего исследования, мы осмелимся отметить, что нам более понятна оценка бумаг Ferrexpo (FXPOLN), представленная агентством S&P, чем оценка Moody's. Также, нам более близка оценка агентства S&P для Ukrlandfarming (UKRLAN), по сравнению с рейтингом Fitch.

При этом, у нас нет замечаний к рейтинговым агентствам по поводу высоких оценок Нафтогаза (показавшего в нашем исследовании далеко не лучшие результаты) и низких рейтингов VAB Банка (демонстрирующего высокие баллы в нашем рейтинге).

Некоторая схожесть результатов нашего исследования присутствует и в сравнении с рейтингами эмитентов украинских облигаций, присваиваемых по национальной рейтинговой шкале. Тем не менее, пять эмитентов местных облигаций, попадающие в «инвестиционный» класс рейтинговых агентств по национальной шкале (BBB/Vaa и выше), не прошли тест на открытость и проявление «инвестиционных» стандартов корпоративного управления в нашем исследовании.

**Соотношение с рейтингами эмитентов местных облигаций (по нац. шкале)\***



\* Светлыми кружками обозначены получившие рейтингом Moody's, тёмными кружками – получившие рейтинг от Fitch, квадратами - получившие рейтинги от других рейтинговых агентств  
Источники: Cbonds, данные компаний, исследование Concorde Capital



## **ПРИЛОЖЕНИЯ**

## I МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНИВАНИЯ

Как и прежде, мы оцениваем стандарты корпоративного управления украинских эмитентов, с точки зрения миноритарных акционеров (в этот раз, ещё и держателей облигаций). То есть, для нас ключевыми аспектами является оценка защищённости портфельных инвесторов, оцениваемая нами по тому, как компании отчитываются перед миноритариями, как к ним относятся, и как соблюдают их права.

Ниже мы более детально остановимся на основных критериях и подходах в оценивании в нашем новом исследовании. Десяток критериев мы, как и прежде, разбиваем на три основные группы:

- Отчётность и раскрытие информации;
- Возможность защиты прав миноритарных акционеров;
- Открытость компаний и практики отношений с инвесторами.

## (A) Отчётность/раскрытие информации

### 1. Наличие отчётности по МСФО, проверенной независимым аудитором

**Важность:** наличие отчётности по МСФО с заключением независимых аудиторов добавляет уверенности в цифрах, отображаемых компанией. Независимый аудитор берет на себя часть ответственности за правильность предоставленных данных, а также может указать на существенные недостатки в раскрытии или риски, связанные с будущим компании.

**Отличие от предыдущих исследований:** Ввиду перехода большинства украинских эмитентов на отчётность по МСФО, для нас уже недостаточно, чтобы отчётность просто была составлена в соответствии с международными стандартами. В обновлённых МСФО-подобных версиях отчётности локальных эмитентов мы не нашли существенных отличий от того, что они показывали в отчётности по украинским стандартам. Поэтому, мы считаем отчётность советующей стандартам МСФО только в том случае, если она подкреплена мнением независимого аудитора и содержит все необходимые приложения. То есть, отчётность, выложенная на ресурсах ГКЦБФР, как и раньше, не счёт. Другими словами, в сравнении с предыдущими исследованиями, этот критерий не поменялся.

**Начисление баллов:**

**1** – если нам стала доступна отчётность по МСФО (2011 или 2012 год) с заключением независимого аудитора и всеми приложениями.

**0.5** – если доступна неполная версия (без заключения аудитора или приложений. Пример – Укртелеком, публикующий в своих годовых отчётах выдержки из аудированной отчётности по МСФО). Или если недоступна отчётность за 2011 год или более поздняя.

**0** – во всех других случаях.

**Специфика начисления баллов эмитентам облигаций:** отсутствует

**Степень субъективности оценки:** минимальная

### 2. Качество финансовой отчётности

**Важно** чтобы отчётность не только была доступной, но и была понятной, прозрачной, неискажённой и непротиворечивой.

**Отличие от предыдущих исследований.** Ранее мы не ставили под сомнение качество отчётности, составленной согласно МСФО и с заключением аудитора. В данном критерии, мы оценивали лишь качество отчётности по украинским стандартам. Ввиду новых реалий, мы видим такой подход слишком оптимистичным. Теперь мы также оцениваем и качество отчётности по МСФО.

**Начисление баллов:**

**0** – для МСФО отчётности – если в отчёте аудитора изложены основания для условно-позитивного заключения (basis for qualified opinion) по важным статьям баланса или отчёта о прибыли компании; для неаудированной отчётности – если у исследователя есть сомнения в соответствии отчётности реальному положению дел в компании (трансфертное ценообразование, неоправданная переоценка активов ведущая к завышению/занижению прибыли, большое несоответствие между операционной прибылью и операционным денежным потоком и т.д.).

**1** – во всех других случаях.

**Специфика начисления баллов эмитентам облигаций:** отсутствует

**Степень субъективности оценки:** для аудированной МСФО отчётности – минимальная; для неаудированной отчётности – субъективность присутствует в той мере, в которой она присутствовала ранее.

### 3. Структура собственности, информация о конечных бенефициарах

**Важность:** отсутствие информации о собственниках добавляет риски, связанные с инвестициями в инструменты такой компании: в таких случаях, мы не понимаем, с кем имеем дело.

**Отличий от предыдущих исследований** нет.

**Начисление баллов:**

**1** – если нам удалось найти в официальных источниках информацию о конечных собственниках самых больших блоков компании (имена собственников или название общеизвестных структур/фондов).

**0** – во всех других случаях.

**Специфика начисления баллов эмитентам облигаций:** отсутствует.

**Степень субъективности оценки:** минимальная.

### 4. Корпоративная структура (информация о компании)

**Важность:** наличие информации о том, что из себя компания представляет и на чём она зарабатывает, очень важно для оценки её стоимости и понимания всех рисков, связанных и инвестициями в её ценные бумаги.

**Отличие от предыдущих исследований.** Данный критерий был введен в нашем предыдущем исследовании (2011 года). В данном отчёте мы более формально подошли к наличию важной информации о компании. Высокий балл мы присуждали при наличии достаточной информации для составления простой модели бизнеса компании.

**Начисление баллов:**

**0** – если при анализе всей доступной информации и общении с представителями компании не появилось понимания о том, что компания из себя представляет и какие у нее основные источники заработка.

**1** – если аналитику удалось сложить полную картину бизнеса компании, достаточную для составления простой финансовой модели.

**0.5** – во всех других случаях.

**Специфика начисления баллов эмитентам облигаций:** отсутствует.

**Степень субъективности оценки:** присутствует, но минимизирована за счёт уточнённых критериев оценки.

## (Б) Права миноритарных акционеров

### 5. Представленность миноритариев (независимых директоров) в контролирующих органах компаний

**Важность:** В первую очередь, это важно для баланса интересов всех участников компании. Если мы говорим об интересах всех акционеров, то не должны забывать и о миноритарных. Присутствие представителей миноритарных акционеров или независимых директоров в совете или ревизионной комиссии компаний не только говорит о соответствии высочайшим стандартам корпоративного управления, но и является гарантией дополнительной защиты прав всех групп акционеров.

**Отличие от предыдущих исследований.** Данный критерий является новым для наших рейтингов корпоративного управления. Фактически, он заменил морально устаревший критерий «риска размытия миноритарных акционеров», тем самым существенно ужесточив требования к качественным компаниям.

**Начисление баллов:**

**1** - для эмитентов акций, если мы нашли подтверждение того, что в совете (наблюдательном совете) компании или её ревизионной (контрольной, аудиторской) комиссии есть лица, которые не зависят от основных акционеров (руководства) и наделены достаточными полномочиями для принятия важных решений, либо для контроля деятельности компании.

**0** - во всех других случаях.

**Специфика начисления баллов эмитентам облигаций.** Для рассматриваемых нами эмитентов «только» облигаций, по данному критерию мы присуждаем 1 балл. Это даёт определённую фору исследуемым нами эмитентам облигаций, что, в принципе, соответствует более лояльному отношению к рискам для инвестиций в долговые инструменты (см. также стр. 29).

**Степень субъективности оценки:** в большинстве случаев минимальна.

### 6. Присутствие институциональных инвесторов

**Важность:** Как мы объясняли в нашем дебютном исследовании, наличие институциональных инвесторов может оказывать дисциплинарное влияние на менеджмент украинских компаний. При том, что важность этого критерия несколько понизилась со времени нашего первого исследования (тем более, при введении критерия номер 5), он всё ещё остается актуальным, так как даёт представление об интересе компании для рынков капитала.

**Отличие от предыдущих исследований.** В данном рейтинге мы понизили планку веса институциональных инвесторов. Для нас важно убедиться, что они есть.

**Начисление баллов:**

**1** - для эмитентов акций - если мы нашли подтверждение присутствия институциональных инвесторов среди держателей миноритарных долей акций компании (международные фонды, международные финансовые институции).

**0** – во всех других случаях.

**Специфика начисления баллов эмитентам облигаций.** Для рассматриваемых нами эмитентов «только» облигаций, по данному критерию мы присуждаем 1 балл (см. также стр. 29).

**Степень субъективности оценки:** относительно высокая.

## 7. Стратегические риски (риск размытия стоимости)

**Важность** данного критерия для портфельных инвесторов кроется в самом его определении. Если компания не способна приумножить или сохранить свою стоимость для инвесторов, или есть риски, связанные с её будущей деятельностью, то это является важным сигналом о том, что в её управлении или корпоративных стандартах что-то не так, или было не так.

**Отличий от предыдущего исследования** принципиальных нет. Уточнены некоторые критерии оценивания по данному пункту.

**Начисление баллов** производится путём анализа действий компании за последние два года, которые могли бы негативно или неоднозначно повлиять на её стоимость (стоимость её долгов), а также усложнить её будущее.

**0** - если в аудиторском отчёте есть часть, привлекающая внимание (emphasis of matter) с опасениями, что у компании может быть недостаточно средств для продолжения работы в будущем, или о большой доле операций со связанными сторонами и прочими рискованными аспектами деятельности; если компания была замечена в сомнительных сделках, потенциально размывающих её стоимость, по мнению исследователя. (Включая значительные операции со связанными сторонами, трансфертное ценообразование, вывод активов или инвестиции в сомнительные активы, неоправданный рост долговой нагрузки, конфликты между основными акционерами, возможные конфликты с регулирующими органами, поставщиками или потребителями).

**1** – в других случаях.

**Специфика начисления баллов эмитентам облигаций:** отсутствует.

**Степень субъективности оценки:** относительно небольшая.

## (В) Связи с инвесторами, открытость информации

### 8. Доступность руководства, представителя компании

**Важность:** Разъяснения компании по ключевым вопросам и событиям, а также само желание представителей руководства общаться со всеми группами акционеров говорит о том, что компания, как минимум, считается с присутствием миноритарных акционеров (держателей облигаций). Миноритарным акционерам важно понимать, что компания получает обратную связь и, теоретически, способна принимать во внимание позицию миноритариев.

**Отличие от предыдущих исследований.** В предыдущих исследованиях мы больше доверяли публичной стороне доступности менеджмента – насколько часто они организуют мероприятия для инвесторов, конференц-звонки, оценка того, насколько они готовы делиться информацией о своей деятельности. Все эти критерии мы также принимаем во внимание в новом исследовании, но на этот раз мы еще и подошли формально к данному вопросу. Мы попытались связаться с представителями всех исследуемых компаний по поводу возможной организации встречи с их руководством, а также для разъяснения всех спорных вопросов, которые у нас возникли по остальным критериям исследования.

**Начисление баллов** проводилось по следующему принципу. Мы попытались связаться с представителями всех компаний, по электронной почте, а также (если этого было недостаточно) по телефону, с вопросом о возможности организации встречи с менеджментом и запросом о прояснении других вопросов нашего исследования (например, представленности в совете компании независимых директоров). Приоритет отдавался специалистам по связям с акционерами, корпоративным секретарям или IR-менеджерам. Компания получала по данному критерию:

**1** – если нам удалось пообщаться с представителем компании (корпоративный секретарь, IR-менеджер, в крайнем случае, PR-менеджер), получить ответы на наши вопросы, и убедиться в возможности организации встречи с руководством.

**0** – если нам не удалось связаться с уполномоченными представителями компании (или найти его), и вероятность такой связи, даже в теории, выглядит низкой. При этом, компания не была замечена в организации встреч или звонков с инвесторами.

**0.5** – в случаях, если:

- нам удалось пообщаться с представителем компании и получить ответы на наши вопросы, но не удалось договориться даже о теоретической организации встречи с менеджментом для потенциального инвестора;
- нам удалось получить позитивный ответ о встрече не от компании, а от представителей её основных акционеров;
- нам не удалось связаться с представителем компании за тот срок, который мы выделили для данного упражнения (одна неделя), но мы нашли доказательства того, что компания организовывала в недалёком прошлом встречи или конференц-звонки.

**Специфика начисления баллов для эмитентов облигаций:** отсутствует.

**Степень субъективности оценки:** минимизирована. При этом, присутствует фактор везения.

## 9. Уровень публичности (информационной открытости)

**Важность:** Информирование общественности о деятельности компании, значительных этапах её развития и регулярные обновления финансовых и операционных результатов являются важной составляющей имиджа и создания стоимости компаний. Открытость компании для общественности может влиять на её стоимость.

**Отличием от предыдущих исследований** является формализация подхода в оценивании уровня публичности.

### Начисление баллов:

**1** - если компания выпускает регулярные или нерегулярные релизы с информацией о ее операционной деятельности, с комментариями по финансовым показателям или с планами на будущее. Информация может распространяться через новости на сайте компаний, пресс-релизы или релизы для фондовой биржи (кроме обязательных биржевых релизов).

**0** – во всех других случаях, включая:

В случае распространения информации через биржевые релизы, если наличествует только информация, обязательная для распространения таким путем (годовые, квартальные отчёты, существенные изменения в структуре акционеров, прочие материальные события, обязательные для информирования).

Новости/релизы маркетингового или социального содержания.

**Специфика начисления баллов для эмитентов облигаций:** отсутствует.

**Степень субъективности оценки:** минимизирована.

## 10. Качество вебсайта

**Важность:** Во многих случаях, вебсайт является единственным источником для знакомства с компанией, сбора базовой информации о ней для понимания её стоимости. Хороший вебсайт - наиболее важный и доступный инструмент для получения свежей и точной информации от компании.

**Отличий от предыдущих исследований** практически нет.

### Начисление баллов:

**0** – при отсутствии вебсайта, или отсутствии базовой обновлённой информации на сайте.

**1** - если сайт компании содержит раздел для инвесторов/акционеров с необходимой информацией для них (включая отчётность, проспекты эмиссии облигаций, информацию о собраниях акционеров, информацию о деятельности компании, её структуре, контактную информацию).

**0.5** - если сайт не содержит (или не в полной мере содержит) полезную информацию для акционеров/инвесторов или не имеет отдельной секции для них, но при этом содержит обновляемую информацию о компании, её деятельности.

**Специфика начисления баллов для эмитентов облигаций:** отсутствует.

**Степень субъективности оценки:** минимизирована, так как при анализе использован опыт оценки веб-страниц, проведённый в 2012 году (исследование IR-Online).



## II. КОМПАНИИ ИЗ ПРЕДЫДУЩИХ РЕЙТИНГОВ

Список эмитентов из исследований 2007, 2008 или 2011 годов, не попавших в наш рейтинг в 2013м

		2007	2008	2011			2007	2008	2011
Cardinal Resources	CDL LN	Q	-	-	Одессаоблэнерго	ODEN UZ	P	P	P
Славутич (Карлсберг Украина)	SLAV UZ	AA	AA	AA	Нефтехимик Прикарпатья	NAFP UZ	P	P	-
Укргазбанк	UGZB UZ	A	Q	-	Черкассьюблэнерго	CHON UZ	P	P	BA
Ясиноватский машзавод	YAMZ UZ	A	A	-	Донецкоблэнерго	DOON UZ	P	P	BA
МКС	KVIN UZ	A	AA	-	Херсонский НПЗ	HNPZ UZ	P	-	-
Родовид-Банк	RODB UZ	A	Q	-	НПЗ Галичина	HANZ UZ	P	P	-
Ритейл-Групп	RTGR UZ	A	AA	P	Донецккокс	DKOK UZ	P	P	-
Сан ИнБев Украина	SUNI UZ	A	A	A	Pakko	5CBA GR	-	AA	-
Жидачевский ЦБК	ZCPK UZ	A	A	-	Landkom	LKI LN	-	AA	AA
Днепрошина	DNSH UZ	A	A	P	TKS Real Estate	37W1 GR	-	AA	-
Мариупольский тяжмаш	MZVM UZ	A	A	P	Clubhouse Group	5CHA GR	-	AA	-
Цементный з-д Пушка	KRCS UZ	A	A	-	КР Media	KPME UZ	-	AA	-
Залк	ZALK UZ	A	A	-	Виинифрут	VINIP UZ	-	AA	-
Укринбанк	UKIB UZ	A	AA	-	LandWest	4KA1 GR	-	AA	-
Днепроазот	DNAZ UZ	BA	BA	-	Кредобанк	ZUKB UZ	-	AA	-
Черниговское химволокно	CHIM UZ	BA	A	-	Укррос Сахарный Союз	UROS UZ	-	A	BA
Фармак	FARM UZ	BA	P	A	Дакор Вест	DAKOR UZ	-	A	P
Крымсода	KSOD UZ	BA	A	BA	Ветропак-Гостомель	GSKZ UZ	-	A	-
Днепрометиз	DMPO UZ	BA	A	-	Nord Star Pharmashare	4S11 GR	-	A	AA
Вольньоблэнерго	VOEN UZ	BA	A	A	СК Оранта	SORN UZ	-	A	P
Закарпатьеоблэнерго	ZOEN UZ	BA	A	A	ВК-Девелопмент	VKDV UZ	-	A	-
Азовощемаш	AZGM UZ	BA	A	P	Залив, Судостроительный з-д	SZLV UZ	-	A	P
Винницаоблэнерго	VIEN UZ	BA	A	A	Шосткинский гормолзавод	SHMK UZ	-	A	-
Азот (Черкасс)	AZOT UZ	P	P	-	Запорожабразив	ZABR UZ	-	A	-
Черниговоблэнерго	CHEON UZ	P	BA	BA	Киевмедпрепарат	KMED UZ	-	A	BA
Херсоноблэнерго	HOEN UZ	P	P	P	Машзавод Свет Шахтёра	HMBZ UZ	-	A	P
Укрречфлот	FLOT UZ	P	P	-	Сумской з-д Насосэнергомаш	SNEM UZ	-	BA	P
Запорожский ферросплавный з-д	ZFER UZ	P	BA	P	ПЭС Энергоуголь	ENUG UZ	-	BA	BA
Днепропетровский трубный з-д	DTRZ UZ	P	BA	-	Полтавский локомотиворем.	PTRZ UZ	-	BA	-
Тернопольоблэнерго	TOEN UZ	P	P	BA	Полтавский турбомех. з-д	PTMZ UZ	-	BA	-
Донецкий металлопрокатный з-д	DMPZ UZ	P	P	-	Ковельмолоко	KMOL UZ	-	BA	-
Кировоградоблэнерго	KION UZ	P	BA	P	Житомирский маслозавод	ZHMZ	-	BA	-
Севастопольэнерго	SMEN UZ	P	BA	P	Галактон	GALTN	-	BA	-
Полтаваоблэнерго	POON UZ	P	BA	BA	Констар	KNST	-	BA	-
Одескабель	OCAB UZ	P	P	-	Кременчугский колёсный з-д	KKOL	-	P	-
Стахановский ферросплавный з-д	SFER UZ	P	BA	P	Донбасскабель	DCAB	-	P	-
Днепроспецсталь	DNSS UZ	P	A	P	Корюковская ф-ка техбумаг	KFTP	-	P	P
Донгормаш	DGRM UZ	P	P	P	Ривнеазот	RAZT	-	P	-
Дружковский машзавод	DRMZ UZ	P	BA	P	Укрграфит	UGRA	-	P	-
Силур	SILUR UZ	P	BA	-	Энергомашспецсталь	ENMA	-	P	-
Львовоблэнерго	LVON UZ	P	BA	BA	Кривбассвзрывпром	KVPR	-	P	-
Норд	NORD UZ	P	P	-	Харьковский тракторный з-д	HTZD	-	P	-
(Евраз) Сухая Балка	SUBA UZ	P	BA	-	Запорожогнеупор	ZPVT	-	P	-
Сумыоблэнерго	SOEN UZ	P	BA	-	Хемопласт	HEMO	-	P	-
Днепрококс	DNKOK UZ	P	P	-	Киевгорстрой-1	KGST	-	P	-
Баглейкокс	BKOK UZ	P	P	-	Хмельницкгаз	HGAZ	-	P	-
Запорожьеоблэнерго	ZAON UZ	P	P	BA	Артёмовский з-д цветмет	ARNF	-	P	-
Днепропетровский стрелочный	DSTR UZ	P	P	-	Киевоблгаз	KIGA	-	P	-
Марганецкий ГОК	MGZC UZ	P	P	-	Кировоградгаз	KGZG	-	P	-
Орджоникидзёнский ГОК	ORGZ UZ	P	P	-	ДМЗ им. Коминтерна	DMZK	-	P	-
Черновцыоблэнерго	CHEN UZ	P	P	A	Донецкоблгаз	DOGZ	-	P	-
Ингулецкий ГОК	IGOK UZ	P	P	-	Ивано-Франковскгаз	FGAZ	-	P	-
Никопольский ферросплавный	NFER UZ	P	P	P	Львовгаз	LGAZ	-	P	-

## О партнёрах исследования



"Украинская биржа" – центр ликвидности акций и производных инструментов в Украине.

Стартовав в марте 2009 года, биржа с первых месяцев стала лидером украинского биржевого рынка, первой запустив рынок заявок, интернет-трейдинг, рынок репо, расчеты через центрального контрагента и срочный рынок.

Индекс украинских акций рассчитывается со старта торгов на "Украинской бирже" 26 марта 2009 года. Начальное значение было принято равным 500 пунктам. Сегодня в корзину Индекса входят 10 наиболее ликвидных акций.

Фьючерсный контракт на Индекс украинских акций является самым ликвидным инструментом украинского рынка.



«Капитал» – деловая ежедневная газета Украины, издается компанией «Деловая пресса страны» и содержит статьи из всемирно известной и влиятельной газеты Financial Times.

«Капитал» описывает новости национальной и международной политики и экономики, взаимоотношения бизнеса и власти, инновации в бизнесе, мнения авторитетных людей, события культуры, новости компаний и рынков, обзор основных отраслей экономики, анализ рыночных тенденций, стратегии частных инвестиций, потребительские новинки. Украинское издательство «Деловая пресса страны» заключило синдикационное соглашение с одной из наиболее известных и уважаемых газет мира — Financial Times. Согласно условиям соглашения, газета «Капитал» имеет возможность знакомить своих читателей с высокочастотными статьями Financial Times.

Газета выходит пять раз в неделю по будням.

## 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. долларов для ведущих украинских компаний агропромышленного, металлургического, автомобильного, химического, нефтяного, газового, строительного и фармацевтического секторов.

По результатам рейтинга Thomson Reuters Extel в 2009 г. Concorde Capital признана лучшим брокером на развивающихся рынках Европы, а аналитическое подразделение Concorde Capital на протяжении пяти лет входит в тройку сильнейших аналитических команд в 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

Мечникова 2, 16й 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

### АНАЛИТИКА

#### Руководитель аналитического отдела

Александр Паращий ap@concorde.com.ua

#### АПК, Электроэнергетика, Телеком

Александр Паращий ap@concorde.com.ua

#### Машиностроение, Нефть и газ

Роман Дмитренко rd@concorde.com.ua

#### Горно-металлургический комплекс

Роман Тополок rt@concorde.com.ua

#### Макроэкономика

Александр Паращий ap@concorde.com.ua

#### Политика

Зенон Завада zzwawada@concorde.com.ua

### ПРОДАЖИ

Андрей Герус ga@concorde.com.ua  
 Юрий Товстенко ytovstenko@concorde.com.ua  
 Максим Слободской sm@concorde.com.ua  
 Екатерина Шевченко ksh@concorde.com.ua

## ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

ЭТОТ ДОКУМЕНТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН ИК CONCORDE CAPITAL НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИЙ, 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 УСТАНОВИЛИ 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/ЛИ 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 CONCORDECAPITAL, 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.