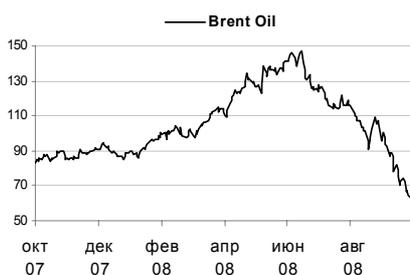
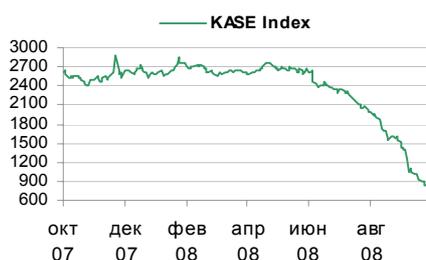
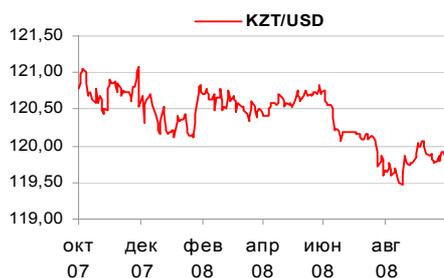


Еженедельный обзор

29 Октября, 2008 г.



Макроэкономика 2

Возвращение угрозы девальвации 2

Финансовый сектор 4

Правительственная поддержка финансовому сектору 4

Качество активов продолжает ухудшаться 6
Нурбанк ожидает убытки в 2008 году 9

Нефть и Газ 10

Бессилье ОПЕК 10

Горная металлургия 11

Металлы дешевеют 11

Uranium One закрывает одну шахту, продает другую 12

УКТМК выиграл дело против БТА Секьюритис 14

Инфраструктура 16

Проект «Север-Юг»: завершен 1-й этап 16

Сельское хозяйство 17

Цены на пшеницу: временный спад 17

КФБ: Недельный обзор 19

Макроэкономика

Возвращение угрозы девальвации

Угроза девальвации тенге, которая до сентября 2008 сдерживалась притоком экспортной выручки, возвращается с падением цен на экспортные товары.

Осенью 2007 решительные действия НБК по сжатию денежной базы позволили остановить спекулятивную атаку на тенге. На этот раз от правительства может потребоваться использование и других инструментов для предотвращения масштабного валютного кризиса. Одним из них является использование средств Национального Фонда, которые на данный момент составляют \$29 млрд., но, вероятно, уменьшатся по крайней мере вдвое в течение следующих 12 месяцев. Другим инструментом является умеренная девальвации тенге.

Наш анализ динамики обменного курса основан на курсе 3-месячных расчетных (беспоставочных) форвардов (NDF), который широко используются международными банками для страхования рисков, связанных с тенговыми активами. Разница между спотовым курсом и ценой расчетного форварда, при их сравнении с разницей процентных ставок, показывает степень давления на обменный курс со стороны участников рынка (см. график 1).

График 1. Покрытый процентный паритет, % в год



Ожидаемое ослабление валюты рассчитано с использованием 3-мес. беспоставочного форвардного курса. Либор USD – 3 мес.

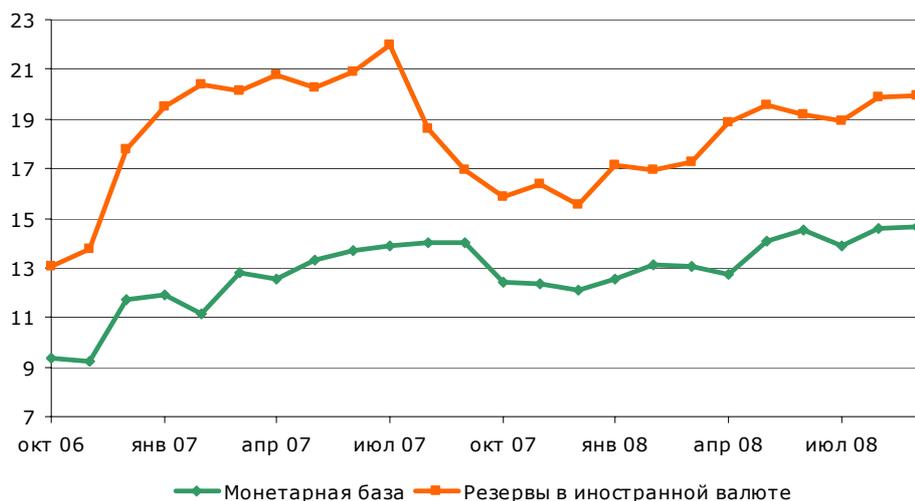
Источник: Bloomberg, подсчеты HF

Начиная с августа 2007 года по сегодняшний день способность НБК удерживать курс тенге связывалась в основном с состоянием текущего баланса Казахстана. Такое понимание позволяет выделить три основных периода в динамике ожиданий обменного курса с лета 2007 года. В течение первого периода ожидания девальвации тенге увеличились с почти нулевого в июле 2007 до 7,4 % к концу 2007, достигнув максимума в 13% в октябре 2007. В течение этого периода НБК сумел защитить обменный курс, используя крупномасштабные интервенции на валютном рынке в августе 2007, что привело к сокращению ЗВР на \$6 млрд. Только после того, как НБК перестал стерилизовать интервенции в сентябре 2007, как видно на графике 2, опасность девальвации была несколько снижена. Тогда, ожидания зависели от способности и готовности НБК сжимать монетарную базу и удерживать ставку рефинансирования на уровне 10,5%.

Второй период начался в 2008 году, когда высокие экспортные цены значительно улучшили платежный баланс Казахстана и позволили НБК ослабить денежно-кредитную политику. В

течение этого периода разница между форвардным и спот курсами снизилась с 7% до 1-3%, отражая возросшую уверенность рынка в стабильности тенге. Также важно отметить, что разница ставок вознаграждения была выше риска девальвации, что оправдывало приток краткосрочного капитала и снижало разницу между процентными ставками. В течение этого периода валютные резервы НБК выросли на \$5 млрд. и почти восстановились до предкризисного состояния.

График 2. Монетарная база и резервы в иностранной валюте, на конец периода, \$млрд.



Источник: НацБанк

Когда цены на товарных рынках упали в сентябре 2008, угроза девальвации вернулась. На данный момент ситуация даже хуже, чем в 2007 году так как разница между резервами и монетарной базой меньше, чем это было год назад. Стерилизация интервенций в настоящее время скорее всего не поможет поддержать курс, также как и не помогла в августе 2007. Любые попытки стерилизации валютных интервенций приведут только к еще большим потерям валютных резервов. Для того, чтобы позиция НБК по защите тенге выглядела правдоподобно, НБК придется проявить свою готовность к одновременному сжатию монетарной базы и повышению ставок необходимых для защиты курса. Так как это усугубит и без того тяжелое состояние БВУ, вопрос стоит о готовности правительства пожертвовать БВУ для удержания обменного курса.

Выплаты по внешним обязательствам коммерческих банков по подсчетам НБК в 2009 году составляют около \$16 млрд., включая основной долг и проценты. Для обслуживания внешнего долга, большинство банков будут вынуждены либо продать самые прибыльные активы, либо принять инъекцию капитала от правительства. Возможно, у банков нет выбора, если правительство примет план, который обсуждался во время телефонной конференции НБК и Министерства Экономики 16 октября. Тогда заместитель председателя НБК предложил увеличить капитализацию банков на \$10 млрд., для того чтобы помочь банкам с выплатой долгов. Эти средства будут изъяты из Национального Фонда, на данный момент составляющий \$29 млрд. (см. детали в издании от 20 октября). В этом сценарии давление на тенге будет намного меньшим, но тем не менее достаточно сильным, чтобы оправдать девальвацию, как необходимый инструмент макроэкономической стабилизации.

Мы сохраняем наш прогноз по ослаблению тенге до 130 KZT/USD до конца 2009 года.

Мадина Курмангалиева

Финансовый сектор

Правительственная поддержка финансовому сектору

Значение государства в банковской деятельности будет увеличено

В среду 22 октября Парламент одобрил поправки в «Закон о финансовой стабильности», который был инициирован Правительством. Ниже приведены 2 основных нововведения:

1) Сумма гарантирования депозитов увеличена с 700 000 тенге (\$5.8 тыс.) до 5 000 000 тенге (\$41 тыс.), однако данная мера будет действовать только до 2012 года;

2) В случае однократного нарушения банком коэффициента достаточности и/или коэффициента ликвидности, Правительство имеет право выкупить по рыночной цене минимум 10% от всех размещенных простых акций банка через новую эмиссию или непосредственно у самих акционеров. При улучшении финансового состояния банка правительство обязано продать приобретенную долю в течение 1 года со дня ее покупки.

Первая поправка направлена на увеличение депозитов по всему сектору и как следствие на улучшение его ликвидности. На наш взгляд, данная мера является своевременной и определенно окажет положительный эффект на рост депозитов, несмотря на то, что вкладчики Валют-Транзит Банка (ликвидированного в марте 2007) до сих пор продолжают получать гарантированные выплаты.

Вторая поправка направлена на предотвращение банкротства какого-либо банка. Об этом было заявлено ранее во время телефонной конференции, организованной Нацбанком 16 октября.

Капитализация КФГД увеличена в 3 раза

В среду 22 октября Нацбанк принял решение об увеличении уставного капитала АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов» с 30 млрд. тенге (\$250 млн.) до 100 млрд. тенге (\$835 млн.). Данный шаг был ожидаем после увеличения суммы гарантирования депозитов.

Ожидается снижение МРТ

Также в среду 22 октября Председатель Правления Нацбанка сообщил о запланированном снижении минимальных резервных требования (МРТ), которые должны были быть объявлены в пятницу 24 октября. Текущие МРТ составляют 7% для внешних заимствований и 5% для внутренних. Нацбанк рассматривает несколько вариантов снижения МРТ:

- снижение до 5% и 3% для внешних и внутренних, соответственно;
- снижение до 4% как для внешних так и для внутренних, соответственно;
- снижение до 2% как для внешних так и для внутренних, соответственно;

Данные меры окажут еще одну поддержку банкам и освободят дополнительные \$1.7-3.3 млрд., увеличивая тем самым ликвидность банков, которая пригодится им для выплаты внешнего долга в 2009 году (около \$16 млрд.). Напомним, в июле Нацбанк уже понижал МРТ на 1% по внешним и внутренним заимствованиям.

Примечателен тот факт, что Нацбанк отказался от снижения МРТ до 0.5%, как в свою очередь было сделано в России Центральным банком. Это позволяет ему сохранить «поле для маневра» в случае дальнейшего снижения МРТ, и предполагает, что власти еще не настолько отчаялись, чтобы полностью отказаться от данного инструмента влияния.

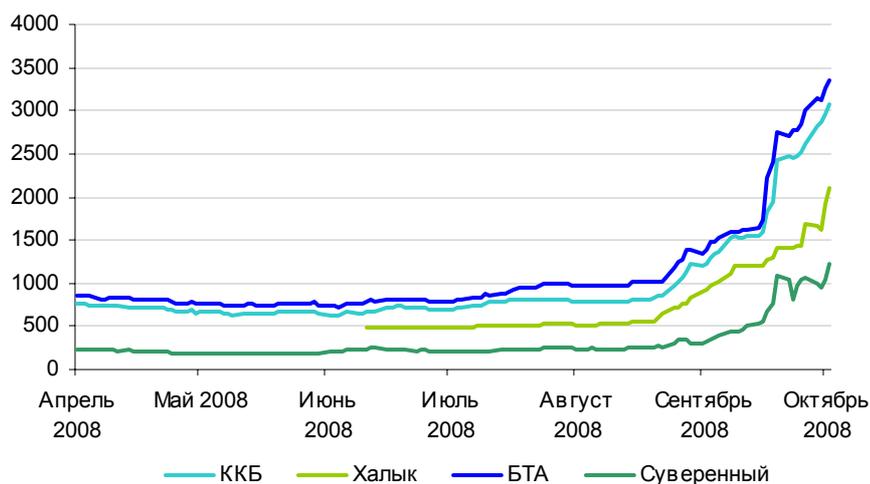
Однако в пятницу 24 октября Нацбанк не объявил о снижении МРТ. Мы ожидаем, что это произойдет в ближайшие дни.

Данные 2 шага могут показаться незначительными, учитывая масштаб текущего кризиса, но они:

- должны рассматриваться вместе с другими мерами, которые Правительство уже приняло (см. Еженедельный обзор от 20 Октября);
- наименее противоречивые из всех.

Мы считаем, что у правительства еще есть время и ресурсы чтобы держать кризис под контролем. Несмотря на высочайшие и до сих пор растущие ставки CDS (см. график ниже), еще ни один казахстанский банк не обанкротился и только один банк из топ 10 показал отрицательный доход за 9 месяцев (см. заметку про Нурбанк). Валютный резерв страны и Национальный Фонд вместе составляют около \$50 млрд. – более чем достаточно для выплаты текущих обязательств банков. Сейчас Правительство традиционно пытается достичь оптимального решения проблемы: 1) с одной стороны, поддержать банки не расстрачивая слишком много резервов, то есть, не подвергая страну потенциальным макроэкономическим рискам; 2) и с другой стороны, поддержать банки, не способствуя расточительным действиям последних. На данный момент, план правительства по поддержке банков показал его намерение действовать решительно и готовность влить необходимый капитал. Однако, высокие ставки CDS означают, что представленный план либо не имеет конкретных подробностей либо не вызывает доверия со стороны инвесторов в потоке все непрекращающихся негативных новостей из заграницы.

График 1. Ставки CDS для казахстанских банков и суверенный



Источник: Bloomberg

Алибек Жаксылыков

Аскар Турганбаев

Качество активов продолжает ухудшаться

На прошлой неделе АФН опубликовал данные по банковскому сектору за сентябрь 2008 года, а также данные за 9 месяцев этого года.

Трудности финансирования вынуждают банки сжимать активы

В течение сентября активы банков чуть сократились, несмотря на маленький рост выданных кредитов, в основном из-за их роста в БТА и Халык. После 10% роста в августе объем депозитов почти не изменился, однако в разрезе банков увеличение произошло у Халыка и АТФ, в то время как у ККБ и БТА депозиты уменьшились. Тем не менее, с начала года депозиты БТА и ККБ выросли на 43% и 24% соответственно. В целом, рост депозитов за 9 месяцев в большей мере произошел из-за роста корпоративных депозитов (40%), которые по нашим предположениям, выросли благодаря вкладам госкомпаний, за счет средств выделенных для поддержки банков.

Таблица 1. Изменения за месяц

	Активы	Кредиты	Обязательства	Депозиты, всего	Депозиты физ. лиц	Депозиты юр. лиц
БТА	-1,2%	0,9%	-1,4%	-3,4%	0,3%	-5,3%
ККБ	-7,3%	-0,6%	-6,6%	-8,5%	-1,5%	-11,0%
Халык	3,5%	0,9%	3,6%	7,3%	-2,0%	12,4%
Альянс	1,0%	-1,3%	1,6%	-1,0%	1,3%	-2,4%
АТФ	-1,0%	-1,3%	-0,8%	9,2%	4,5%	12,8%
БЦК	3,5%	-0,7%	3,7%	-0,8%	-5,5%	2,4%
Всего по сектору	-0,5%	0,6%	-0,2%	0,1%	-0,7%	0,4%

Источник: АФН

Таблица 2. Изменения с начала года

	Активы	Кредиты	Обязательства	Депозиты, всего	Депозиты физ. лиц	Депозиты юр. лиц
БТА	16,4%	11,3%	8,5%	43,0%	9,8%	70,9%
ККБ	-7,1%	-4,2%	1,6%	23,5%	-5,3%	40,0%
Халык	16,3%	11,5%	15,3%	18,4%	-0,5%	30,0%
Альянс	-11,6%	-17,6%	-14,1%	-10,4%	-16,6%	-6,0%
АТФ	1,7%	4,8%	-0,8%	-2,9%	5,1%	-7,9%
БЦК	13,5%	-6,2%	13,8%	59,7%	40,5%	74,9%
Всего по сектору	7,0%	2,5%	7,1%	27,4%	6,8%	39,6%

Источник: АФН

Альянс Банк так и не сумел увеличить свои депозиты, которые уменьшились с начала года на 10%, а лидером по их привлечению оказался Банк ЦентрКредит с ростом в 60%, что было обусловлено ростом как депозитов физических лиц, так и юридических.

Качество активов продолжает ухудшаться

Согласно методологии АФН, просроченные кредиты (сомнительные 5+безнадежные+привизии по однородным кредитам) увеличились с 5.8% до 6.3% по сектору в течение месяца, в то время как привизии выросли с 8.2% до 8.8%. Однако данные за месяц кажутся нам немного

необычными: просроченные кредиты (ПК) ККБ снизились с 9.4% до 9.0%, а у БТА наоборот – значительно выросли с 2.7% до 5.1%. Просроченные кредиты у БЦК слегка уменьшились, а у Халык и Альянс они чуть выросли. Если сравнивать ПК за сентябрь с августом месяцем, то получается, что рост просроченных кредитов по всему сектору произошел в основном из-за их роста у БТА, у которого этот показатель был удивительно низким в сравнении с другими банками.

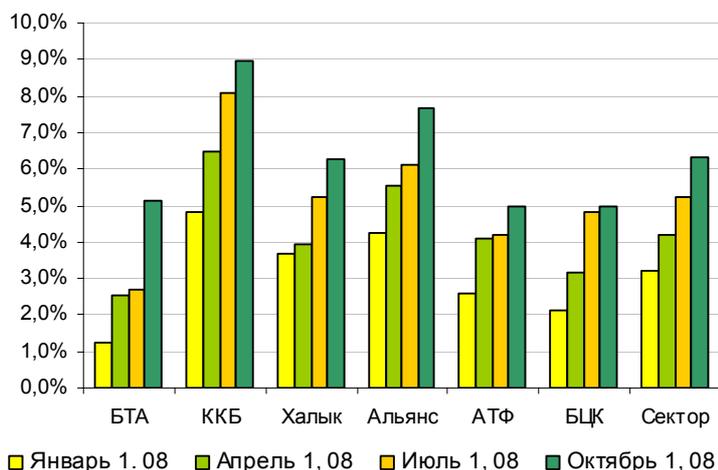
Таблица 3. Качество активов за сентябрь и август

	Просроченные кредиты		Кредиты просрочкой >90 дней		Провизии	
	Окт 1, 08	Сент 1, 08	Окт 1, 08	Сент 1, 08	Окт 1, 08	Сент 1, 08
БТА	5,1%	2,7%	1,4%	1,4%	6,6%	6,2%
ККБ	9,0%	9,4%	3,5%	3,2%	15,4%	13,5%
Халык	6,3%	6,2%	5,2%	4,9%	8,6%	8,3%
Альянс	7,7%	7,5%	10,4%	10,0%	8,7%	8,5%
АТФ	5,0%	4,5%	8,6%	4,8%	5,5%	4,8%
БЦК	5,0%	5,3%	2,2%	2,8%	6,7%	6,8%
Всего по сектору	6,3%	5,8%	4,3%	3,8%	8,8%	8,2%

Источник: АФН

В случае если данные АФН могут сильно варьироваться от одного месяца к другому, то тогда лучше смотреть на данные в большем временном промежутке (см. график 1 ниже). У большинства банков уровень просроченных кредитов с начала года вырос практически в два раза, а в среднем рост ПК составляет 1% в квартал.

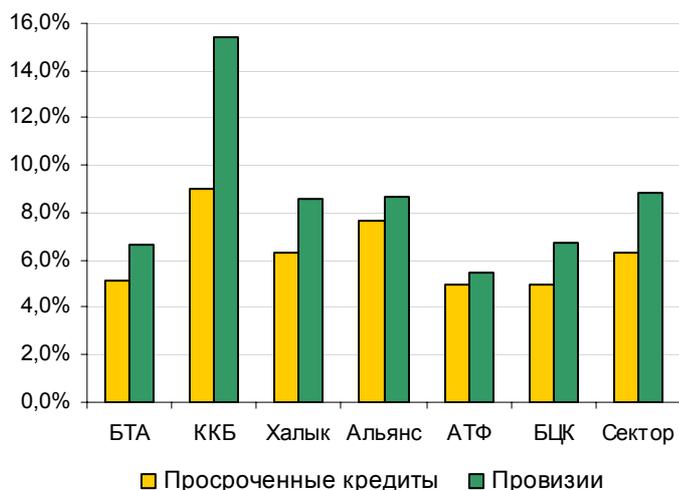
График 1. Просроченные кредиты (методология АФН)



Источник: АФН

По данным АФН, как показано на графике 2, все БВУ имеют провизии выше уровня их Просроченных кредитов. Но также следует заметить, что уровень провизий по данным АФН может отличаться от провизий указанных самими банками.

График 2. Просроченные кредиты и провизии

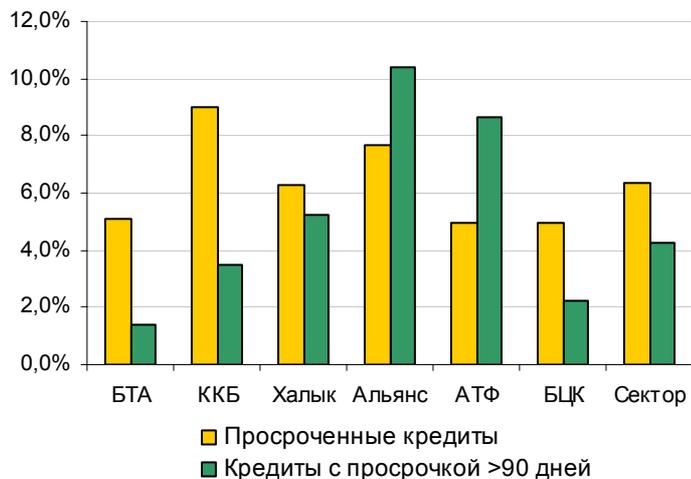


Источник: АФН

Также АФН начал публиковать данные о ПК по международным стандартам, т.е. кредиты с просрочкой свыше 90 дней. Предполагая, что определение ПК от АФН является прямым индикатором просрочки в 90 дней (Fitch¹ оценивает категорию Сомнительные 5 + безнадежные как просроченные свыше 60 дней), данные по Халык имеют смысл. Данные по БТА и ККБ могут быть подвержены влиянию из-за структуризации кредитов, таким образом изменяя количество кредитов с просрочкой выше 90 дней. Также можно предположить, что данные Альянс являются результатом заниженных сформированных провизий для однородных кредитов, но прямых подтверждений этому у нас нет.

Исследуя данные об изменении просрочки свыше 90 дней, мы также находим некоторые интересные моменты, в частности, их значительный рост у АТФ Банка и их неизменность у БТА на уровне 1.4% (хотя по методологии АФН был существенный рост), а также резкий спад у БЦК.

График 3. Просроченные кредиты по АФН и свыше 90 дней



Источник: АФН

¹ Специальный отчет Fitch о качестве активов 22.04.2008

В свете вышеперечисленных моментов текущая картина ПК остается неясной, но несомненно то, что в ближайшие 2 квартала качество активов будет ухудшаться дальше даже при условии, что экономика не впадет в рецессию и курс тенге останется стабильным. Большинство банков формируют большие размеры провизий, и учитывая тот факт, что налоги будут снижены с нового года, можно предположить дальнейший рост провизий в четвертом квартале.

Возможность большинства банков формировать провизий без образования убытка, а также государственная интервенция в сектор для повышения капитала с помощью Нацфонда, дают основания предполагать, что просроченные кредиты не будут оказывать давление на капитал банков. Вместо этого, мы думаем что рынок будет фокусироваться на улучшение ликвидности.

Алибек Жаксылыков

Аскар Турганбаев

Нурбанк ожидает убытки в 2008 году

Во вторник 21 октября Нурбанк провел пресс конференцию в Алматы и объявил, что ожидает убыток по окончании 2008 года. По словам менеджмента, на 1 октября чистый убыток банка составил 2.8 млрд. тенге (\$23.4 млн.), в то время как за весь год этот показатель может стать чуть выше. Данный убыток связан в основном с большим количеством сформированных провизий, размер которых равен 10% от ссудного портфеля, как было сказано во время пресс конференции.

По данным АФН, опубликованным за 9 месяцев текущего года, чистый убыток Нурбанка за этот период составил 5.6 млрд. тенге (\$46.7 млн.); разница в двух объявленных цифрах может быть объяснена из-за доходов дочерних организаций, которые возможно не включены в данные АФН.

По размеру активов (314 млрд. тенге или \$2.6 млрд.) Нурбанк является 7 крупнейшим банком в Казахстане.

Алибек Жаксылыков

Аскар Турганбаев

Нефть и Газ

Бессилье ОПЕК

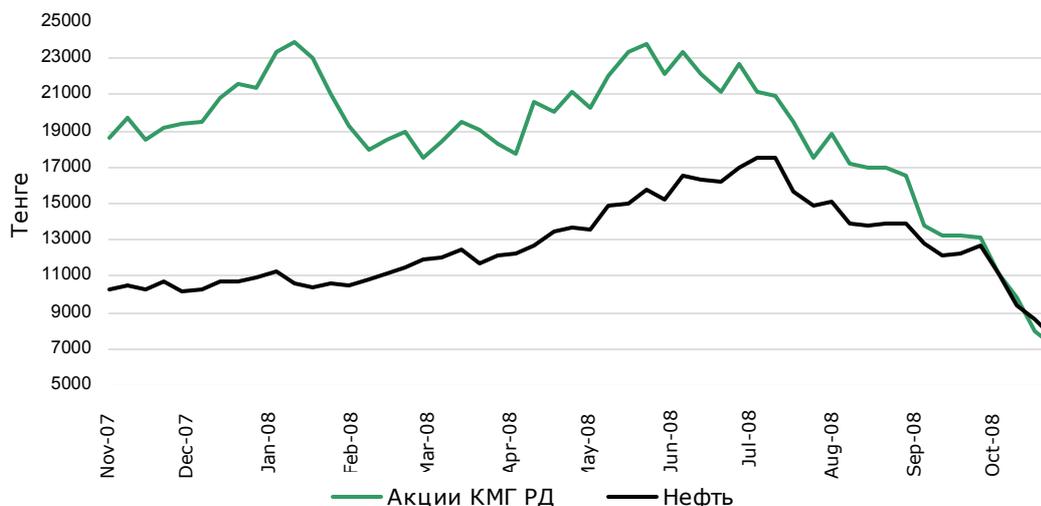
На экстренном заседании ОПЕК в Вене 24 октября, министры энергетики 13 стран членов организации единогласно решили сократить объем добычи нефти на 1,5 млн. баррелей в день. По словам Чекиба Хелиля, главы организации, ОПЕК сделает все возможное, чтобы остановить падение цен и удержать их в интервале 70-90 долларов США.

В тот же день цена нефти упала еще на 7%. Стало очевидно, что давление рецессии легко перевесило меры принятые ОПЕК. На настоящий момент цена колеблется около 60 долларового барьера.

На фоне последних событий КазМунайГаз обнародовал результаты деятельности за январь-сентябрь 2008 года. В пресс-релизе говорится, что за 9 месяцев физический объем добычи увеличился на 9%, а консолидированные доходы группы возросли на 100% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года. Основная часть роста является результатом рекордно высоких цен второго и третьего кварталов.

Все же ближайшие перспективы рынка ценных бумаг оставляют желать лучшего, так как КазМунайГаз сильно зависит от экспорта. Акции компании становятся все менее и менее привлекательными на фоне рецессии в развитых странах и замедления роста экономики Китая. Котировки акции КМГ РД падают быстрее, чем цена нефти.

График 1. Динамика цен на сырую нефть и акции КазМунайГаз



Мы ожидаем, что неблагоприятные обстоятельства на рынке вынудят некоторых поставщиков остановить работу на части скважин. Данная тенденция продолжится до тех пор пока дефицит нефти на рынке не приведет в росту цены.

Габит Жанысбаев

Горная металлургия

Металлы дешевеют

На прошлой неделе цены на основные металлы упали на 12%, на золото на 6%. Цена на медь упала на рекордные 22% за одну неделю. Цена на цинк, которая уже давно находится на уровне себестоимости, упала `всего` на 7%.

Золото упало до минимума последних 52 недель, что отражает укрепляющийся доллар и бегство капиталов в гособлигаций США.

Мы ожидаем продолжения падения котировок всех производителей основных металлов, включая акции ENRC, Казахмыса и ШалкияЦинк.

Таблица 1. Металлы

Металлы (ЛБМ)	Цена закрытия (спот)	Средне-взвешенная цена за неделю	Изменение за неделю	Изменение с начала года	52-макс	52-мин
Основные (\$/т)						
Алюминий	1,917	1,981	-10.54%	-19.71%	3,271	1,917
Медь	3,784	4,252	-22.28%	-43.67%	8,900	3,784
Свинец	1,259	1,309	-11.83%	-51.70%	3,812	1,249
Никель	9,826	9,929	-7.17%	-63.48%	33,510	9,173
Цинк	1,106	1,120	-6.63%	-54.60%	2,888	1,106
Драгоценные (\$/фунт)						
Золото	734.8	751.0	-6.20%	-14.32%	1003.0	721.5
Серебро	9.4	9.7	-0.16%	-38.60%	20.8	9.4

Источник: Блумберг, расчеты Halyk Finance

Таблица 2. Акции

Компания	Валюта	Цена закр.	Цена закрытия USD/акцию	Средн.цена за нед.	Измен. за неделю	Измен. с нач. года	52-макс	52-мин
ENRC	GBp	329.00	5.69	390.40	-13.65%	-50.53%	1535.00	329.00
Казахмыс	GBp	239.50	4.14	268.85	-17.41%	-82.17%	1943.00	239.00
ШалкияЦинк	USD	1.00	10.00	1.00	0.00%	-78.02%	6.00	0.55

Источник: Блумберг, расчеты Halyk Finance

Гаухар Сарсембаева

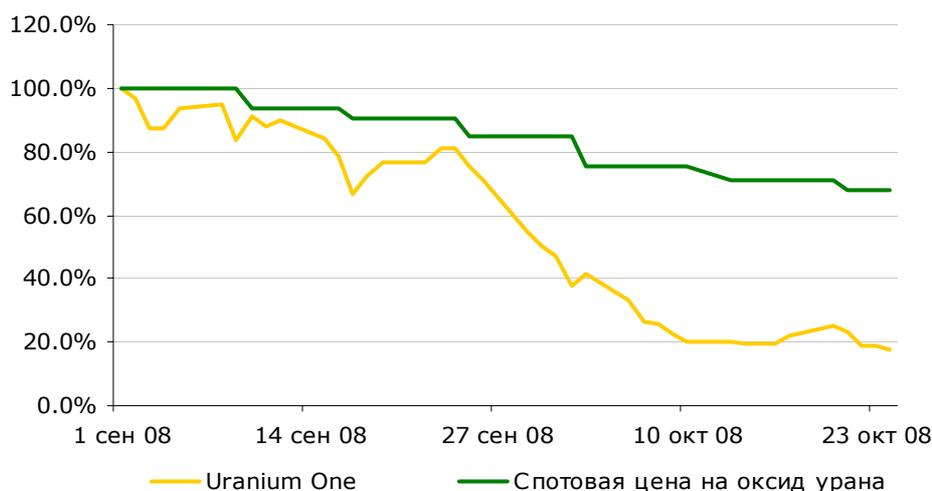
Uranium One закрывает одну шахту, продает другую

По мере снижения цен на уран, Uranium One - восьмой по размеру производитель урана в мире - потерял 80% своей рыночной стоимости. 24 октября стоимость за акцию достигла 0,79 канадских долларов. События последних недель вынуждают компанию отказаться от работ на одной из ее самых крупных шахт.

22 октября Uranium One остановил производство на южноафриканском месторождении Доминион. Непосредственной причиной явилось повышение себестоимости производства, что, при нынешних ценах на оксид урана, делает разработку рудника нерентабельным. В последнее время, Доминион переживает слабый производственный рост по техническим причинам. Запланированный объем добычи на 2008 год составляет 320 тысяч фунтов, что на 85% ниже запланированного в 2006 году объема. Такой скромный объем добычи не позволяет оптимизировать себестоимость добычи на руднике с установленной мощностью в 3.8 миллионов фунтов в год.

Рентабельность Доминиона сейчас зависит от двух факторов. К первому относится спотовая цена на оксид урана, которая, по меньшей мере, должна держаться на уровне 50 долларов за фунт. Вторым фактором является потребность в дополнительных инвестициях, которые нужны для выведения производства на запланированные производственные объемы.

График 1. Чувствительность акций Uranium one



Источник: Блумберг, расчеты Halyk Finance

15 октября Uranium One продал 49% доли участия в проекте Ханимум. Запуск австралийского рудника, запланированный на 2009 год, требует больше инвестиций, чем ожидалось прежде. Для завершения проекта Uranium One привлек японского партнера Mitsui&Co, который заплатил 70 миллионов американских долларов за участие в проекте.

Для Uranium One, Ханимум является вторым рудником по богатству руды. Ресурсы рудника составляют 1% от всех ресурсов компании.

Осень 2008 года началась с резкого снижения спроса, и впоследствии снижения цен, на предметы потребления с 38% падением нефти, 25% падением продуктов сельского хозяйства и 40% падением основных металлов. С сентября цена на уран упала на 32%.

Замедляющийся мировой спрос и закрытие кредитных рынков препятствует ожидаемому ядерному возрождению. В данное время строятся 36 атомных реакторов, еще 97 реакторов запланированы на ближайшие 8 лет - они составляют 8% и 22% от действующих станций соответственно. Эти проекты ответственны за ожидавшийся рост спроса на уран. Увеличение предложения, связанное с оптимистическими настроениями, создало перенасыщение рынка

ураном, что за год опустило цену на уран со 113 до 44 долларов за фунт. Эта цена ниже себестоимости производства.

Сегодня цена оксида урана значительно ухудшает положение Uranium one на рынке. По данным Camoco, 85% оксида продается по долговым контрактам. Это обеспечивает производителей ценой, достаточной для покрытия расходов по производству. В случае Uranium One, большинство контрактов заключено по спотовым ценам.

В начале своего расширения, Uranium One ставило перед собой цель войти в пятерку крупнейших производителей урана в мире. Это сопоставимо с четырехкратным увеличением участия на рынке с 2% до 8% мирового производства урана. Теперь эти планы находятся под вопросом.

Половина активов компании находятся на стадии разработки. По нашему мнению, текущее положение рынка не позволит Uranium One продолжать исследования. Мы уверены, что стратегия продажи большинства небольших, неразработанных месторождений и концентрация усилий на более зрелых проектах является наиболее благоразумной.

Uranium One сейчас привлекательна как объект поглощения. Для индивидуальных инвесторов, Uranium one становится слишком рискованным вложением. Мы ожидаем последующее падение акций Uranium One.

Гаухар Сарсембаева

УКТМК выиграл дело против БТА Секьюритис

Судебное разбирательство Банк ТуранАлем Секьюритис (далее БТАС, дочерняя организация Банка ТуранАлем) и УКТМК (Усть-Каменогорский титано-магниевый комбинат) было завершено в пользу последнего. БТАС подал в суд на УКТМК, посчитав, что его права были нарушены на внеочередном собрании акционеров УКТМК, состоявшийся 16 апреля этого года. По результатам собрания было принято решение об увеличении количества объявленных простых акций в три раза, также была утверждена методика определения цены выкупа акций.

БТАС является держателем 10% акций УКТМК, одного из крупнейших производителей титана в мире.

Данное дело рассматривалось в специализированном финансовом суде г. Алматы (СФС), однако, не согласившись с решением суда, инвестор обжаловал его в Верховном Суде.

Решение СФС от 11 августа удовлетворило требования истца частично. В целом, решения принятые советом директоров УКТМК вступают в силу. А это:

- Утверждение методики определения стоимости акций при выкупе их обществом
- Увеличение количества простых объявленных акций до 5 827 140 шт.
- Утверждение изменений и дополнений в Устав и Кодекс Корпоративного управления общества
- Утверждение опционной программы
- Избрание Совета директоров

Постановление гражданской коллегии Верховного Суда РК было принято 30 сентября и опубликовано в прошлую среду. Верховный суд оставил решение СФС без изменения.

В одном из прошлых обзоров, мы сделали предположение, что доля БТАС была выкуплена более крупными акционерами или менеджментом компании в попытке консолидации контроля. Однако, после опубликования новой выписки из системы реестра акционеров, можно утверждать, что доля была продана БТА Банку, материнской компании БТАС.

Таблица 1. Крупные акционеры УКТМК, 1 октября 2008.

Наименования места нахождения	Количество акций, шт.		Доля от размещенных акций, %
	Простые	Привилегированные	
Specialty Metals Company	1 402 830	6 102	68,72%
АО "БТА Банк"	194 000	-	9,46%
KOLUR HOLDING AG	131 433	-	6,41%

Источник: KASE

Мы считаем, что новость о решении суда влияет на стоимость акций УКТМК негативно по нескольким причинам.

Во-первых, принятая методика, по нашей оценке, позволяет выкупать акции по заниженным ценам по решению Совета директоров. Она позволяет выбирать из нескольких значений цены, рассчитанной разными методами:

- 1) балансовая стоимость за вычетом прогнозных убытков
- 2) цена первичного размещения акций при последнем увеличении количества объявленных акций
- 3) средневзвешенная цена на организованном рынке (в случае, если акции обращаются на казахстанском организованном рынке ценных бумаг) за последние три месяца

4) стоимость, определённая лицензированным независимым оценщиком, имеющим лицензию.

Соответственно, Совет директоров может выбрать минимальную из предложенных значений.

Во-вторых, увеличение количества объявленных акций повлечёт за собой размытие долей или вложение дополнительных средств для поддержания доли в капитале, в зависимости от использования права преимущественной покупки акционерами. Несмотря на то, что увеличение количества объявленных акций позволяет увеличить свободный резерв (free float) компании, принятая методология определения стоимости акции лишает акции УКТМК инвестиционной привлекательности.

Дина Куан

Инфраструктура

Проект «Север-Юг»: завершен 1-й этап

22 октября государственная компания по управлению электрическими сетями КЕГОС объявила о завершении первой фазы проекта «Север-Юг». Проект ставит своей целью транзит 500 кВ электроэнергии из Экибастуза, расположенного на севере Казахстана, до Шу, расположенного на юге. Целью проекта является устранение дефицита электроэнергии в южных регионах республики путем построения линии электропередач длиной в 1 096 км. Стоимость проекта оценена в 43,6 млрд. тенге (\$370 млн). Основная доля финансирования была предоставлена Международным Банком Реконструкции и Развития (МБРР), Европейским Банком Реконструкции и Развития (ЕБРР) и Банком Развития Казахстана (БРК).



Источник: Google

В целом, проект состоит из 3-х этапов:

1. Строительство 500кВ подстанции в Шу и её соединение с Балхашской электростанцией высоковольтной трассой протяженностью 248 км;
2. Соединение Экибастуза и Агадыря 462 километровой линией;
3. Соединение Агадыря и Балхаша 386 километровой линией.

Проект начат в 2004 году, и его завершение планируется в 2009 году. Он входит в программу Правительства «30 корпоративных лидеров».

Общая мощность вырабатываемой на юге электроэнергии равна 2 991 МВт. Основным источником энергии является Джамбульская ГРЭС, способная вырабатывать 1 230 МВт. Оборудование на этой станции изношено, что сказывается на уменьшении ее мощности.

Помимо местных источников существует 500кВ транзит с севера на юг, способный передать 600 МВт. Возможности этой линии также исчерпали себя. Джамбульская станция работает на мазуте или узбекском газе, непрерывность поставок которого ставится под сомнение. В 2008 году стоимость 1 000 куб. метров узбекского газа составляла \$55, т.е. себестоимость производимой электроэнергии была 2,6 цента за кВтч. В тоже время, стоимость транзитной электроэнергии с севера составляла 1,3 цента за кВтч. Из-за высокой стоимости импортируемого газа стоимость вырабатываемой на юге электроэнергии была достаточно высокой, объемы выработки были нестабильными и недостаточными.

Чтобы решить эту проблему Правительство согласилось на внедрение проекта, что должно увеличить передаваемую по транзиту мощность до 1 500 МВт. По его завершении, будут устранены инфраструктурные пробелы, затрудняющие промышленное развитие юга, и его химической промышленности, в частности.

Сельское хозяйство

Цены на пшеницу: временный спад

После двух лет рекордно высоких цен на пшеницу, ее стоимость опустилась до уровня 2006 года. Значительный рост цен в 2007 году и резкое падение в 2008 явились результатом наложения нескольких факторов. В частности, в падении цены важную роль сыграла близорукость реакции предложения на рекордный рост цен в течение предыдущего года. Это означает, что нынешние цены являются аномально низкими и не отражают фундаментальных трендов. Хотя мы сомневаемся в повторении рекордов 2007 года, по нашим ожиданиям цены на пшеницу находятся в начале периода длительного роста и на фоне длительной и глубокой рецессии восстановятся значительно раньше других товаров, что будет привлекать инвесторов.

График 1. Повториться ли этот цикл?



В течение 12 месяцев с марта 2007 по февраль 2008, цены на пшеницу удвоились и превысили 300 долларов за тонну, установив рекорд в номинальном выражении. Однако исторические данные показывают, что в реальном выражении цены на пшеницу часто превышали этот уровень и держались на нем достаточно долго. В последний раз такой эпизод наблюдался в середине 70-х, после того, как США продали зерно в СССР.

Что же произошло в 2007? Комбинация шоков спроса и предложения.

- 1) Постепенное увеличение спроса за счет роста населения.
- 2) Рост доходов населения в Азии вызвал значительное увеличение спроса на мясную и молочную продукцию, которые в свою очередь привели к росту спроса на фуражное зерно, конкурирующее с пшеницей за сельскохозяйственные ресурсы.
- 3) С ростом цен на нефть в 2000-х годах, правительства многих стран начали субсидировать производство альтернативных источников энергии, главным образом основанных на растительных компонентах, что еще сильнее обострило конкуренцию за плодородные земли.
- 4) Сильная засуха в Австралии и в Канаде в 2007 привели к резкому сокращению предложения.
- 5) Рост цен на нефть и удобрения привел к росту себестоимости зерновых культур.

6) Чтобы застраховаться от ожидаемого роста цен на внутренних рынках, правительства стран-импортеров пшеницы начали создавать собственные запасы. К концу лета 2007, мировые запасы пшеницы достигли своего исторического минимума.

7) В 2008 правительства Казахстана, Украины и других стран-экспортеров пшеницы начали опасаться дефицита в собственных странах и ввели ограничения на экспорт, что также способствовало росту цен на зерно.

Ответная реакция производителей зерна лучше всего могла бы быть объяснена в рамках модели адаптивных ожиданий, к которой многие экономисты сельского хозяйства относятся с пренебрежением. Классическая версия этой модели (которая также называется 'паутиной' моделью из-за характерной формы графика спроса и предложения) описывает динамику сельскохозяйственного рынка, основываясь на одном факте и на одном (спорном) предположении. Факт заключается в том, что между посевом и сбором урожая проходит полгода. Предположение заключается в том, что фермеры при определении посевных площадей рассчитывают продать будущий урожай по ценам прошлого сезона, то есть, ведут себя адаптивно.

В контексте посевной 2008 года это значило, что фермеры ожидали продать урожай 2008 года по высоким ценам 2007. В результате, с целью получения большей прибыли, было засеяно значительно больше площадей чем обычно. Были использованы даже те земли, которые являются экономически невыгодными при низких ценах на зерно. В частности, в 2008 фермеры США засеяли на 19% больше площадей, чем в 2007. Фермеры других стран поступили аналогично. В итоге, урожай 2008 превысил ожидания из-за высокой урожайности. Согласно оценкам USDA, рост урожая в 2008 превысил 10%.

В тоже время, спрос на зерно начал снижаться, частично из-за начала глобальной рецессии, частично из-за уже имевшихся запасов сделанных в 2007 году. К середине 2008 года цены начали падать. Сегодняшние цены находятся на уровне 45% от пика, зафиксированного в марте 2008. Реализуя пшеницу по нынешней цене, многие производители несут убытки. Многие испытывают недоступность кредитных ресурсов из-за влияния мирового финансового кризиса. Мы ожидаем, что столкнувшись с убытками и недостаточностью финансирования производители снизят посевные площади осенью 2008 и весной 2009. По всей видимости, модель адаптивных ожиданий все же большей или меньшей мере объясняет динамику сельскохозяйственных рынков.

Однако эффект, описанный моделью, в итоге исчезнет. Фермеры, строившие свои планы исходя из прошлогодних цен, сделают выводы по своим ошибкам, и при доступности инструментов хеджирования, будут больше ими пользоваться.

Мы считаем, что в среднесрочной перспективе процесс формирования мировой цены на пшеницу будет подвержен дестабилизирующим интервенциям со стороны правительств, включая запреты на экспорт (эффект 7), контроль цен и государственные закупки резервов (эффект 6). Также могут быть введены запреты на спекулятивные операции – один из инструментов определения справедливой цены. Сопутствующие шоки (например 4, 5, 6) могут возникать время от времени, но скорее всего не в такой же комбинации как в 2007. В тоже время, долгосрочные тренды (1, 2 и, частично, 3) будут усиливать свое влияние, медленно, но неотвратимо. Это означает, что на долгосрочном горизонте цены на пшеницу будут расти, опережая инфляцию на 1-2% в год.

Мадина Магавьянова

КФБ: Недельный обзор

После короткого затишья, акции Казахмыс упали сразу на 41% за прошедшую неделю. ENRC, другая добывающая компания достигла своего 12 месячного дна. Реагируя на рецессионное давление, рынок снизил котировки акции КазМунайГаз на 13,42%.

Практически все банки сохраняют динамику падения, за исключением Альянс Банка и Каспий Банка, которые почти не изменились за неделю. Простые и привилегированные акции КазМунайГаз снизились на 9,4% и 12,45%, соответственно, достигая самой низкой отметки за последние 52 недели.

Компания	Посл. цена (KZT)	Средневзвешен. цена за неделю	Изменение за неделю (%)	Объем (млн KZT)	Рын. Кап. (млн \$)	Наивышш. за 52 нед.	Наименьш. за 52 нед.
Альянс Банк пр	8910	8604,7	0,05	2,8	716.8	39500	8500
Астана Финанс пр	22728	22728,0	-0,86	4,0	702	25000	10649
АТФ Банк пр	7225	7225,0		0,1	1604.5	13506	7225
Банк Центркредит пр	860	888,0	-6,65	60,6	946.5	2000	850
БТА Банк пр	24000	25220,6	-10,54	140,2	1746.9	131000	24000
Казахинстрах пр	45000	45000,0	0,04	4,1	104.9	61000	44980
Казахмыс пр	651	712,8	-41,55	3,6	3574.5	4600	651
Казахтелеком пр	16980	18444,8	-12,45	9,6	1595.7	43855	16980
Казахтелеком прив	4600	5008,6	-9,40	40,6	16.8	24600	4600
Казкоммерцбанк пр	214	217,7	0,96	29,1	1055.9	1255	190
Казкоммерцбанк прив	136	137,5	-5,81	2,4	152.3	440	136
Казмунайгаз пр	7300	8079,2	-13,42	651,5	4446.3	24595	7300
Каспи банк пр	4509	4509,2	0,00	58,0	731.1	6105	3850
Премьер Страх. пр	8384	8384,0		12,1		8384	8384
Темирбанк пр	5000	5000,0	-0,04	88,0	795.9	8500	4450
темирбанк прив	1000	1699,0		0,5	41.7	3480	1000
Халык банк пр	112	107,7	-5,58	280,7	829.8	619	100
Цеснабанк пр	834	984,8		61,1	109.3	3580	834

Габит Жанысбаев