



БЕЛОРУССКИЙ
МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ
КОМБИНАТ

Продажа государственного пакета



Аналитическое заключение
Москва, 14 октября 2003 г.

Рачков Игорь, к.э.н.
igorra@mail.ru

Содержание

Введение	3
Характеристика комбината	4
Акционерный капитал	7
Крупнейшие акционеры	8
Финансовое состояние комбината	10
Оценка стоимости государственного пакета	13
Чистые активы	13
Дисконтированные денежные потоки	15
Предыдущие сделки	18
Согласование результатов оценок стоимости	19
Ценность государственного пакета	20
Прогноз результатов аукциона	22
Потенциальные участники аукциона	22
Стратегии участников аукциона	23
Ссылки	26

Иллюстрации

Рисунок 1. Расположение г.Белорецка на карте Республики Башкортостан	4
Рисунок 2. Динамика производства метизов предприятиями России	5
Рисунок 3. Акционерные взаимосвязи в Стальной группе «Мечел»	9
Рисунок 4. Тенденции выручки и себестоимости ОАО «БМК»	10
Рисунок 5. Зависимость цены акции ОАО «БМК» от размера пакета акций	19
Таблица 1. Структура капитала ОАО «БМК» на 03 мая 2001г.	8
Таблица 2. Структура капитала ОАО «БМК», лето 2002г.	9
Таблица 3. Динамика выручки метизных предприятий России, тыс. руб.	10
Таблица 4. Длительность производственного цикла ОАО «БМК», дней	11
Таблица 5. Оборотные средства ОАО «БМК», тыс.руб.	12
Таблица 6. Задолженность ОАО «БМК» перед структурами Группы «Мечел»	12
Таблица 7. Ввод основных средств на ОАО «БМК»	12
Таблица 8. Расчет стоимости чистых активов ОАО «БМК»	14
Таблица 9. Макроэкономические данные по России	15
Таблица 10. Расчет цены 1 акции ОАО «БМК» методом DCF	17
Таблица 11. Расчет согласованной цены 1 акции ОАО «БМК»	19
Таблица 12. Данные по Собраниям акционеров ОАО «БМК»	21
Таблица 13. Расчет размера остаточного пакета акций ОАО «БМК»	24
Таблица 14. Расчет размера единой цены 1 акции на аукционе	24

Введение

На обложке данного отчета запечатлен национальный герой башкирского народа, сподвижник Емельяна Пугачева, воин и поэт – Салават Юлаев.

Изображен Салават в юном возрасте. Именно тогда в его жизни произошел такой вот случай¹. Салават любил участвовать в народных гуляниях. Однажды на празднике Сабантуй, проявив смекалку, он победил в игре. Эта игра всем известна и заключается в том, что в деревянный таз, наполненный простоквашей, бросают монеты, а желающие могут достать эти монеты ртом без помощи рук. Правда, редко кому удается обогатиться таким образом. Наблюдатели веселятся, видя лица, выпачканные простоквашей.

Когда подошел черед Салавата, он не стал возиться в тазу, а просто выпил добрые полведра простокваши до самого дна. Потом, не запачкав лица, он взял в зубы свою награду – золотой червонец.

Здесь уместен вопрос – к чему мы вспоминаем эпос, и какое отношение он имеет к теме данного отчета?

По нашему мнению эта башкирская игра напоминает ситуацию, в которой оказались инвесторы на российском рынке. Большинство «голубых фишек» достигли справедливых уровней оценки своей стоимости. Поэтому возникает необходимость поиска новых интересных активов. Процесс выявления привлекательных объектов на российском рынке в настоящее время представляется похожим на игру с поиском золотых монет в тазу простокваши.

Одним из походов к «тазу с простоквашей» может являться аукцион по продаже государственного пакета акций в ОАО «Белорецкий металлургический комбинат». На аукцион выставляется пакет в размере 29,08% от уставного капитала эмитента². Дата начала приема заявок на участие в специализированном аукционе – 30 сентября 2003г. Дата окончания приема заявок на участие в специализированном аукционе – 24 октября 2003г.

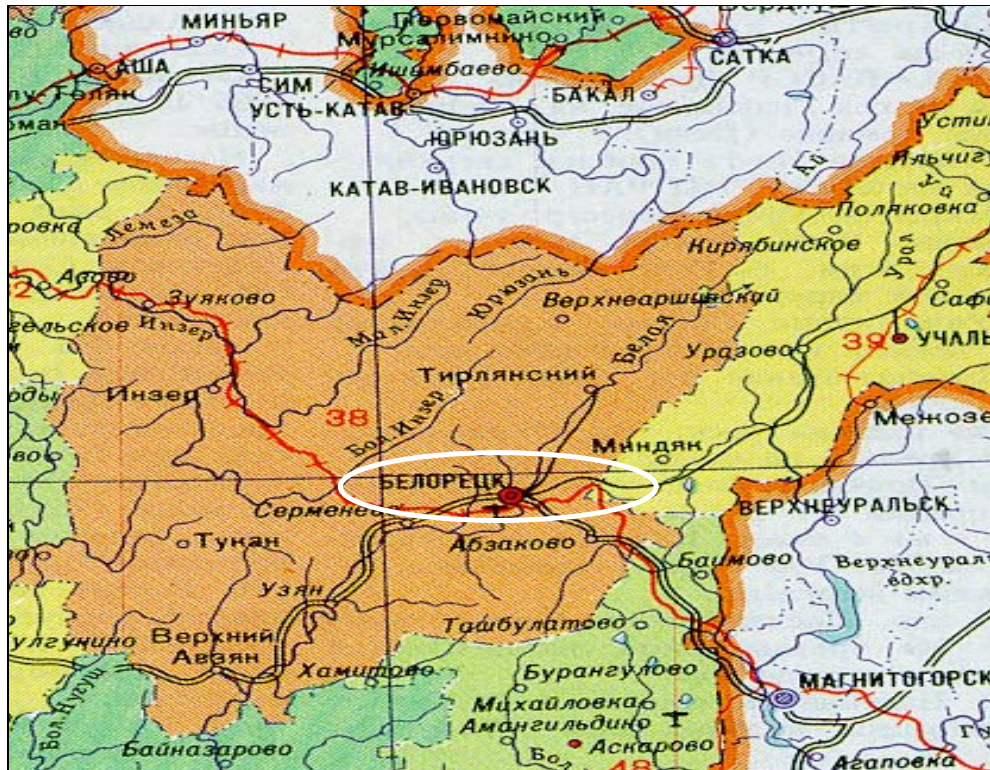
Сам актив является «темной лошадкой», однако его основной акционер заранее известен. В данном случае, возможно, придется испить не только всю чашу до дна, но и выпить целый таз. Однако крайне низкая первоначальная цена продажи является очень привлекательной либо для короткой спекуляции, либо для длинной позиционной игры. Данный отчет подготовлен специально для лиц, желающих сыграть на акциях лидера метизного производства России – ОАО «БМК».

На наш взгляд первоначальная цена продажи 1 акции ОАО «Белорецкий металлургический комбинат» в размере 39,46 руб. справедливо может быть повышена (но не в ходе аукциона!) в 3,2 раза до 128 руб. Инвесторам со стороны суммарно может достаться до 11% от уставного капитала ОАО «БМК», что составляет более трети от выставленного на продажу государственного пакета. Поэтому мы рекомендуем³ участвовать в аукционе. Однако предупреждаем, что необходимо взвесить pro и contra.

Характеристика комбината

ОАО «Белорецкий металлургический комбинат» (ОАО «БМК») является одним из старейших металлургических предприятий страны. История развития комбината начинается с 1762г. Комбинат расположен на Южном Урале в Республике Башкортостан.

Рисунок 1. Расположение г.Белорецка на карте Республики Башкортостан

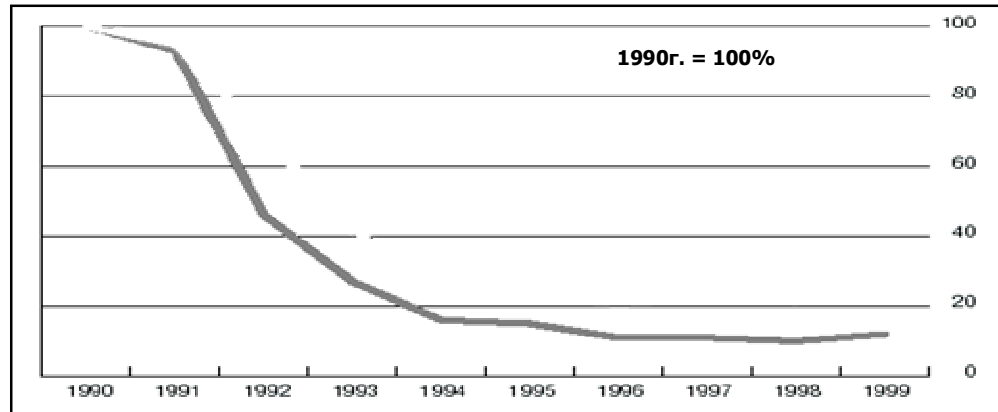


ОАО «БМК» специализируется на выпуске метизов ответственного назначения, катанки для метизных предприятий России и стран СНГ.

До последнего времени комбинат представлял собой комплекс последовательных металлургических производств от добычи руды до производства микропровода, связанных в единую технологическую цепочку. На комбинате эксплуатировались рудник, доменный, мартеновский, прокатный и 11 метизных цехов.

Однако в 2002г. в ходе реструктуризации комбината из его состава были выведены из эксплуатации нерентабельные и убыточные подразделения. В частности доменные и мартеновские печи, обжимной прокатный стан «800», огнеупорный цех. Также были выделены дочерние общества, не связанные напрямую с производственным процессом: ООО «Жилсервис», ООО «Клубный комплекс «Досуг», ООО «Спортклуб «Металлург». Большинство социальных объектов были переданы в муниципальную собственность.

Среди российских метизных предприятий до 1990г. «БМК» занимал 4 место по объемам товарной продукции. Основной проблемой метизного производства был и остается дефицит катанки и опережающий рост цен на сырье. Это предопределило падение объемов производства продукции на тех метизных предприятиях, которые не имели собственной металлургической базы и стабильных источников поставок.

Рисунок 2. Динамика производства метизов предприятиями России

ОАО «БМК» имело собственное металлургическое производство и воспользовалось случаем. Доля ОАО «БМК» в производстве стальной проволоки за период с 1996-1998гг. увеличилась на 11,5% и составила 47,9%, а в производстве стальных канатов доля «БМК» возросла на 19,8% и составила 42,3%.

После кризиса 1998г. многие метизные предприятия оживились и стали наращивать объемы производства. Однако рынок метизной продукции не так быстро рос и ОАО «БМК» пришлось потесниться. Доля рынка ОАО «БМК» сократилась.

За 10 месяцев 2002г. доли ОАО «БМК» в общероссийском производстве металлопродукции составили: по поставкам проволоки обыкновенного качества - 11%, по поставкам канатов - 25%. Доля экспорта составила - 28% от объема всех продаж комбината.

В целом в 2002г., по данным ассоциации «Промметиз», доля ОАО «БМК» в общероссийском объеме поставок канатов на внутренний рынок составила 22%. По этому показателю комбинат занимал второе место в отрасли.

Всего в 2002г. ОАО «БМК» произведено 29 166 тонн канатов различных конструкций диаметром от 0,8 мм до 65 мм из проволоки без покрытия, оцинкованной и нержавеющей. Из этого объема 85% составили поставки на внутренний рынок.

В первом квартале 2003г. на ОАО «БМК» рост объемов производства канатов к соответствующему периоду 2002г. составил – 61,5%, произведено и отгружено заказчикам – 9 560 тонн различных канатов против 5 920 тонн в 2002г. Объемы экспортных поставок возросли в 2 раза и составили 1 447 тонн стальных канатов.

За 8 месяцев 2003г. ОАО «БМК» увеличило отгрузку метизной продукции на 39% до 171,9 тыс. тонн по сравнению с аналогичным периодом 2002г. В том числе экспорт предприятия за этот период вырос в 2,7 раза по сравнению с январем-августом 2002 года, и составила 48,7 тыс. тонн. Объемы производства метизов за 8 месяцев 2003 года увеличились на 38,7% и составили 169,5 тыс. тонн по сравнению с аналогичным периодом 2002г.

В августе 2003г. комбинат увеличил производство метизной продукции на 29,6% до 23,1 тыс. тонн по сравнению с августом 2002г. Отгрузка метизов в августе 2003г. составила 23,7 тыс. тонн, что на 32% больше, чем за аналогичный период 2002г. В том числе на экспорт было отправлено 5,7 тыс. тонн продукции, что на 88% превышает показатели августа 2002 года.

Основными конкурентами ОАО «БМК» являются ОАО «Череповецкий сталепрокатный завод», ОАО «Орловский сталепрокатный завод», ОАО «Магнитогорский калибровочный завод», ОАО «Магнитогорский метизно-металлургический завод».

В ОАО «Череповецкий сталепрокатный завод» 68,9% его уставного капитала принадлежит ОАО «Северсталь», которое обеспечивает Череповецкий сталепрокатный завод заготовкой.

В начале сентября 2003г. холдинг «Металлоинвест» продал контрольный пакет акций ОАО «Орловский сталепрокатный завод» Череповецкому сталепрокатному заводу. Всего «Металлоинвесту» принадлежало 86% акций ОАО «Орловский сталепрокатный завод». Буквально сразу были заключены договоры между ОАО «Орловский сталепрокатный завод» (исполнитель, покупатель) и ОАО «Череповецкий сталепрокатный завод» (заказчик, поставщик) на переработку подката в калиброванную сталь, на переработку металлической проволоки в готовую продукцию (в сетку, канаты, электроды), на переработку металлосырья (штрипсов, сортового проката, катанки) в готовую продукцию (трубы, крепежи, металлокорд), на поставку сырья (катанка, подкат, цинк, сердечник, рутил, ильменит, бура, ферросплавы и пр.), на переработку давальческого сырья.

С приобретением Орловского завода метизные мощности ОАО «Северсталь» выросли примерно на треть и теперь ОАО «Северсталь» получила контроль над заводами, совокупные мощности которых составляют 41% всех мощностей метизных предприятий России.

ОАО «Магнитогорский калибровочный завод» («МКЗ») и ОАО «Магнитогорский метизно-металлургический завод» («МММЗ») с декабря 2001г. входят в группу компаний ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат». В общей сложности ОАО «ММК» контролирует около 83% ОАО «МКЗ» и около 91% ОАО «МММЗ».

До вхождения в группу компаний ОАО «ММК», два завода в общей сложности выпускали около 160 тыс. тонн метизов в год. После смены акционера заводы увеличили объемы производства в три раза – до 0,5 млн. тонн.

За 2002г. ОАО «Магнитогорский калибровочный завод» удалось на 170% увеличить объем отгрузки продукции потребителям. Это позволило почти в 2,5 раза – до 14,5% – увеличить долю завода среди метизных предприятий России.

Одним из результатов интеграции ОАО «ММК» и ОАО «Магнитогорский метизно-металлургический завод» явилась стабилизация поставок катанки и другого сортопроката. В настоящее время ОАО «ММК» основной поставщик сырья заводу, при этом до 75% продукции завода производится из стали ОАО «ММК».

Следующим шагом стало создание центра, который координировал бы деятельность двух метизных предприятий, исключил конкуренцию между ними на внешнем и внутреннем рынках, следил за оптимальной загрузкой производственных мощностей. Для этого 3 октября 2003 г. акционеры ОАО «МММЗ» и ОАО «МКЗ» передали полномочия генерального директора Обществ – ООО «Управляющая компания «Магнитогорский металлургический комбинат-МЕТИЗ».

Российский рынок метизов в 2002г. вырос всего на 3,7%. В 2003г., по прогнозу Ассоциации «Промметиз» рост не превысит 4-5%. При этом большинство предприятий отрасли имеет недозагруженные мощности и планирует увеличение объемов производства. Но поскольку емкость внутреннего рынка ограничена, метизным предприятиям необходимо наращивать экспорт своей продукции.

Акционерный капитал

Уставный капитал⁴ ОАО «БМК» составляет 8 029 147 руб., который разделен на 8 029 147 акций. Первоначальная структура уставного капитала ОАО «БМК» по видам акций имела следующий вид:

- акции обыкновенные именные бездокументарные – 2 667 797 шт.
- акции привилегированные, неконвертируемые при продаже в обыкновенные, именные бездокументарные – 562 305 шт.
- акции привилегированные, конвертируемые при продаже в обыкновенные, именные бездокументарные – 2 470 592 шт.
- акции привилегированные именные бездокументарные типа «Б» – 2 328 453 шт.

В 1995г. произошло два события. Во-первых, произошла конвертация 2 470 592 привилегированных акций, конвертируемых в обыкновенные (30,77% от уставного капитала ОАО «БМК») в результате передачи их в уставный капитал созданного ЗАО «БМК-Инвест».

Во-вторых, произошла конвертация 395 317 привилегированных акций типа «Б» в обыкновенные в результате их реализации на чековом аукционе. В соответствии с п.4 ст.43 ФЗ №178 от 21.12.2001г. «О приватизации государственного и муниципального имущества», привилегированные акции типа «Б» приобрели статус обыкновенных акций. Таким образом, после указанных событий структура уставного капитала ОАО «БМК» по видам акций имеет следующий вид

- обыкновенных – 5 533 706 шт. (68,92% от УК);
- привилегированных – 562 305 шт. (7% от УК);
- привилегированных типа «Б» – 1 933 136 шт. (24,08% от УК).

После проведения аукциона по продаже государственного пакета, содержащего привилегированные акции типа «Б», которые приобретут статус обыкновенных акций, количество выпущенных акций останется неизменным и составит 8 029 147 шт., а структура акционерного капитала ОАО «БМК» по видам акций претерпит изменения:

- обыкновенных акций – 7 466 842 шт. (93,0% от УК),
- привилегированных – 562 305 шт. (7,0% от УК).

ОАО «БМК» имеет объявленные акции:

- обыкновенные именные бездокументарные – 1 209 978 307 шт. номиналом 1 руб. (93% от всех объявленных акций);
- привилегированные именные бездокументарные неконвертируемые при продаже в обыкновенные акции – 90 743 507 шт. номиналом 1 руб. (7% от всех объявленных акций).

Количество объявленных акций превышает текущее значение в 162 раза.

Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан является владельцем специального права («Золотой акции»). «Золотая акция» действует до принятия решения Кабинетом Министров Республики Башкортостан об ее прекращении.

Крупнейшие акционеры

До 2001г. структура акционеров ОАО «БМК» оставалась относительно стабильной.

В собственности Республики Башкортостан в лице Министерства имущественных отношений с 16 мая 1994г. находится 2 334 593 шт. акций (29,08% от УК), в т.ч.:

- обыкновенных – 401 457 шт. (5% от УК);
- привилегированных типа «Б» – 1 933 136 шт. (24,08% от УК).

В собственности ЗАО «БМК-Инвест» с 29 июня 1995г. находилось 30,77% от УК ОАО «БМК». ЗАО «БМК-Инвест» было специально создано для управления пакетом акций ОАО «БМК». Изначально и по сей день акционерами ЗАО «БМК-Инвест» являются более 12 тыс. работников, в т.ч. уже пенсионеров, ОАО «БМК».

Большая часть остальных акций находилась у структур «Башкредитбанка».

Таблица 1. Структура капитала ОАО «БМК» на 03 мая 2001г.

Министерство имущественных отношений РБ	2 334 593	29,08%
ЗАО "БМК-Инвест"	2 470 592	30,77%
ООО "Инвестиционно-вексельный центр"	1 106 741	13,78%
ООО "Омикрон"	193 459	2,41%
Всего раскрыто	6 105 385	76,04%
Всего УК	8 029 147	100,00%

Однако весной-летом 2001г. появился новый инвестор - «Стальная группа Мечел». Новый холдинг начал активно приобретать и брать в управление акции ОАО «БМК». Так 24 июля 2001г. ООО «Углемет-М» при содействии «Башкредитбанка» стало владельцем 19,9% ОАО «БМК». ООО «Углемет-М» на 100% принадлежало лицам ОАО «УК «Южный Кузбасс».

По договору купли-продажи ценных бумаг №1102/01 от 31 июля 2001г. ЗАО «БМК-Инвест» продало ОАО «Мечел» 5% от уставного капитала ОАО «БМК». До этой сделки ОАО «Мечел» уже владело 4,68% от УК ОАО «БМК». Таким образом, всего ОАО «Мечел» к середине лета 2001г. консолидировало 9,68% от УК ОАО «БМК».

С 13 сентября 2001г. на основании договора доверительного управления ООО «Мечел-Инвест» управляет частью пакета Республики Башкортостан. Обществу были переданы в управление акции привилегированные типа «Б» в количестве 24,08% от уставного капитала. ООО «Мечел-Инвест» на 100% принадлежит ОАО «Мечел». Договор доверительного управления заключался сроком на один год. Поэтому осенью 2002г. договор был пролонгирован теперь уже на три года.

06 июня 2002г. ЗАО «БМК-Инвест» продало ООО «МетХолл»⁵ 15% от УК ОАО «БМК». На тот момент ООО «МетХолл» являлось одним из крупнейших и старейших акционеров ОАО «Мечел».

В итоге в собственности и под управлением структур ОАО «Стальная группа «Мечел» находилось 68,7% от уставного капитала ОАО «БМК». Другими крупными акционерами оставались два лица – Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан (5%) и ЗАО «БМК-Инвест» (10,8%).

Таблица 2. Структура капитала ОАО «БМК», лето 2002г.

Министерство имущественных отношений РБ	5,00%	68,68%
ООО "Мечел-Инвест" (доверит.управление)	24,08%	
ООО "Углемет-М"	19,92%	
ОАО "Мечел"	9,68%	
ООО "МетХол"	15,00%	
ЗАО "БМК-Инвест"	10,77%	
Всего раскрыто	84,45%	

Накануне аукциона Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан вернуло часть своего пакета под свое управление, и теперь распоряжается 29,08%.

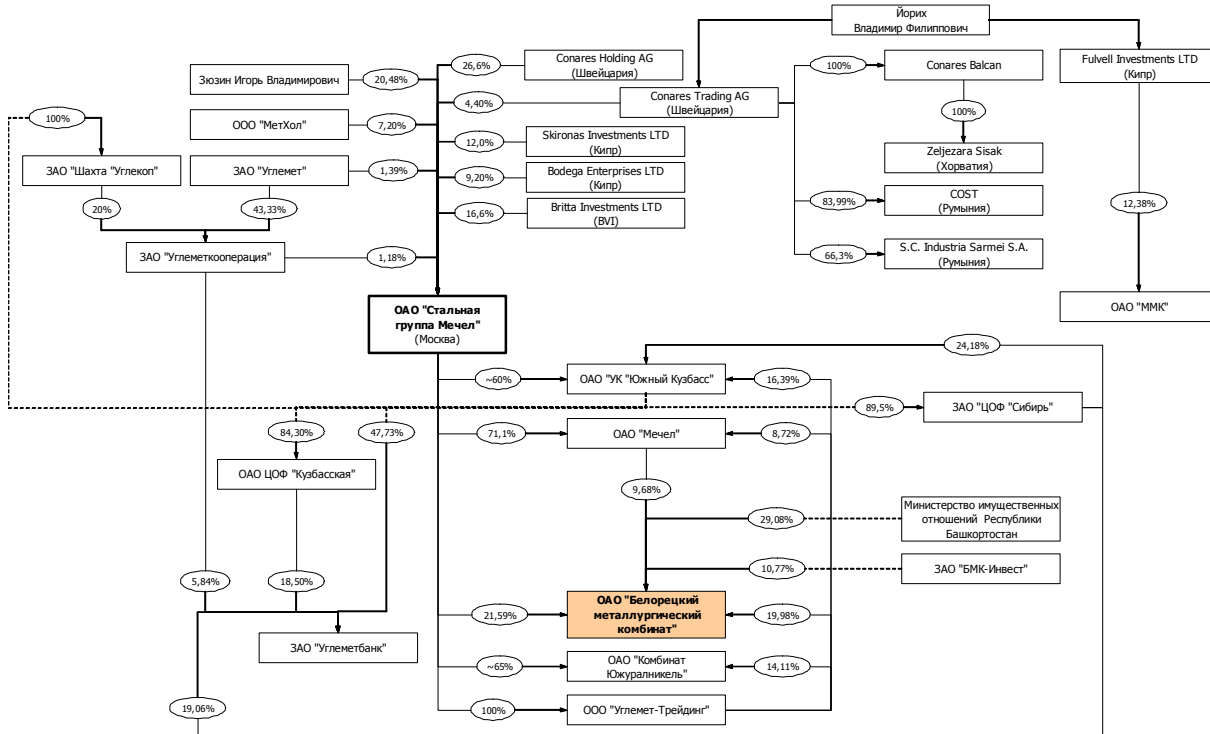
На 01.07.2003г. по нашим оценкам у структур «Стальной группы «Мечел» в собственности находится 51,25% от УК ОАО «БМК». Из этого количества в собственности ОАО «Стальная группа «Мечел» находится 21,59%; ОАО «Мечел» - 9,68%; ООО «Углемет-Трејдинг» - 19,98%.

Крупным акционером с пакетом 10,8% от УК все еще остается ЗАО «БМК-Инвест».

Стальная группа «Мечел» изначально именовалась как «Углемет». Тем не менее, впоследствии холдинг был переименован. Начало формированию новой группы положил выкуп угольной компанией ОАО «УК «Южный Кузбасс» у швейцарской компании «Glencore International AG» акций ОАО «Мечел». Предполагалось на угольной платформе консолидировать оставшиеся разрозненные предприятия металлургического профиля. К их числу относился ряд предприятий в России – ОАО «Белорецкий металлургический комбинат», ЗАО «Вяртсильский метизный завод», ОАО «Южуралникель», ОАО «Коршуновский ГОК», ОАО «Уральская кузница» и в странах Восточной Европы – румынские «Cost» (производство спецсталей) и S.C. Industria Sarmei S.A. (выпуск проката и метизной продукции), а также хорватский трубный завод Mechel Zeljezara. Годовой оборот Стальной группы «Мечел» оценивается в \$1 млрд.

Рисунок 3. Акционерные взаимосвязи в Стальной группе «Мечел»

Данные⁶ на середину 2003г., размеры участия представлены как % от УК



Финансовое состояние комбината

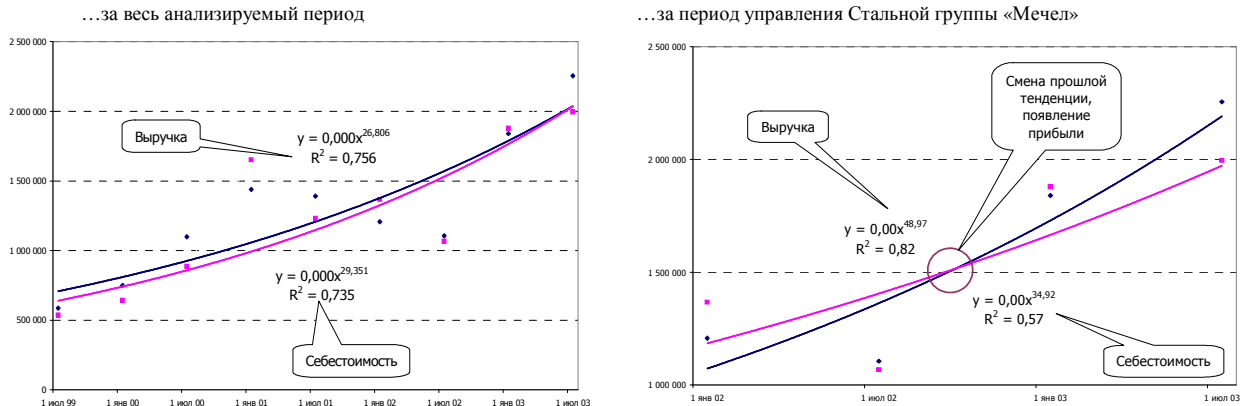
Финансовая характеристика любого хозяйствующего субъекта строится на анализе финансовых отчетов. Анализ финансовых отчетов включает рассмотрение и оценку информации для получения достоверных выводов относительно прошлого состояния субъекта с целью предвидения его жизнеспособности в будущем.

В случае с ОАО «БМК» стандартный финансовый анализ будет, скорее всего, малоинформативным, так как с приходом нового крупного акционера у предприятия в корне меняется вся модель ведения бизнеса, которая имеет свое отражение в финансовых отчетах. Обновленная модель теперь заключается только в производственной деятельности в области метизной продукции. ОАО «БМК» отказывается от собственного производства полуфабрикатов для метизного производства и переходит на привозное сырье и давальческие схемы.

Рассмотрим *тенденции выручки и себестоимости* ОАО «БМК» в полугодовом исчислении за четырехлетний период с 01.07.1999г. по 01.07.2003г.

При взгляде на первый график, отображающий все данные за этот период, видно, что тренд себестоимости имеет более высокую скорость роста (степень при X) относительно тренда выручки и, соответственно, в будущем не стоит ожидать прибыль. Однако при взгляде на второй график, отражающий период прихода к управлению комбинатом Стальной группы «Мечел» (летом 2001г. – приход, зимой 2002г. – первые результаты), складывается противоположная картина. Тренд выручки растет более высокими темпами, чем тренд себестоимости. Это значит, что будущее все же обещает получение прибыли.

Рисунок 4. Тенденции выручки и себестоимости ОАО «БМК»



Масса получаемой в будущем прибыли зависит от размера получаемой выручки и рентабельности ОАО «БМК». Выручка основных метизных предприятий России неуклонно растет, особенно после кризиса 1998г. и после прихода на предприятия собственника в лице крупного металлургического комбината.

Таблица 3. Динамика выручки метизных предприятий России, тыс. руб.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 оценка
ОАО "Белорецкий металлургический комбинат"	909 109	897 045	1 335 744	2 537 843	2 597 766	2 945 115	4 510 176
рост выручки		-1%	49%	90%	2%	13%	53%
ОАО "Череповецкий сталепрокатный завод"	1 101 430	1 137 333	2 214 985	4 503 426	5 017 004	5 361 446	6 173 648
рост выручки		3%	95%	103%	11%	7%	15%
ОАО "Орловский сталепрокатный завод"	10 987	135 219	204 114	387 574	1 059 567	1 462 937	
рост выручки		1131%	51%	90%	173%	38%	
ОАО "Магнитогорский метизно-металлургический завод"	397 857	359 883	700 358	1 211 809	1 297 002	1 470 800	
рост выручки		-10%	95%	73%	7%	13%	
ОАО "Магнитогорский калибровочный завод"		343 000	418 725	657 094	781 585	1 356 613	
рост выручки			22%	57%	19%	74%	

Ежегодный *рост выручки* рассматриваемых основных метизных предприятий значительно превышает рост российского рынка метизов, что говорит о наращивании экспортных поставок метизной продукции и отъеме доли рынка этими предприятиями у более мелких метизных производителей.

Величину реальной *рентабельности* ОАО «БМК» невозможно определить ни по данным прошлой деятельности, ни по текущим отчетам. В прошлом комбинат работал через посредников (ОАО «Торговый дом «Белорецкий», оффшорные фирмы при экспорте). В настоящее время прошлые посредники сменяются на новых – ООО «Торговый дом «Мечел» (бывший ООО «Углемет-Трейдинг»), зарубежную торговую сеть «Conares Trading A.G.».

Поэтому численно определить реальную рентабельность сложно. Однако, исходя из того, что теперь метизное производство ОАО «БМК» будет следующим звеном в цепочке поставок Стальной группы «Мечел», и, соответственно, каналом сбыта продукции ОАО «Мечел», то рентабельность ОАО «БМК» должна быть не ниже рентабельности предыдущего звена цепи.

В настоящее время по российским металлургическим предприятиям рентабельность по ЕБИТ в соответствие с РСБУ составляет 10-20%. Поэтому мы уверены, что ОАО «БМК» способно приносить своим владельцам не менее 15%.

Смена модели функционирования предприятия наибольшее отражение нашло в сокращении длительности *производственного цикла*. В анализируемом периоде он сократился более чем в два раза. Вывод из эксплуатации металлургического производства позволил отказаться от закупок сырья для производства чугуна, и отливки стали (кокс, рудные материалы, ферросплавы). Это привело к сокращению периода оборота запасов. По этой же причине сократился период оборота незавершенного производства.

Двукратное сокращение периода оборота запасов готовой продукции, скорее всего, связано с тем, что ОАО «БМК», примкнув к Стальной группе «Мечел», получило доступ к широкой сети сбытовых структур, в т.ч. за рубежом⁷. Это позволило более рационально загружать производственные мощности комбината и выпускать продукцию, пользующуюся наибольшим спросом на рынке.

Таблица 4. Длительность производственного цикла ОАО «БМК», дней

	01.07.1999	01.01.2000	01.07.2000	01.01.2001	01.07.2001	01.01.2002	01.07.2002	01.01.2003	01.07.2003
Производственный цикл	131	127	108	68	100	93	104	56	52
Период оборота запасов материалов	65	73	63	38	56	50	53	30	30
Период оборота незавершенного производства	23	24	25	18	26	25	30	15	12
Период оборота запасов готовой продукции	44	31	21	12	19	19	21	11	10

Описанное достижение рационализма в производственном процессе также отразилось и на потребности в *оборотных средствах*. Судя по балансовым показателям ОАО «БМК» не имело собственных оборотных средств и на протяжении анализируемого периода финансировало свою деятельность за счет внешних средств.

С приходом нового акционера ситуация не изменилась и комбинат все также остается финансово зависимым лицом. Однако изменилась структура внешнего финансирования. Наметилась тенденция к балансированию внешних оборотных средств между краткосрочными источниками (на 01.07.2003г. – 701 млн. руб.) и долгосрочными (563 млн. руб.). Пропорция близится к $50\%/50\%$.

Таблица 5. Оборотные средства ОАО «БМК», тыс.руб.

	01.07.1999	01.01.2000	01.07.2000	01.01.2001	01.07.2001	01.01.2002	01.07.2002	01.01.2003	01.07.2003
Текущие активы	720 884	823 273	1 091 211	981 495	1 103 523	1 210 120	1 157 565	922 806	1 154 083
Текущие обязательства	1 140 153	1 325 041	1 551 315	1 683 243	1 888 093	2 029 249	2 108 583	2 272 832	1 855 473
Краткосрочные заемные оборотные средства	419 269	501 768	460 104	701 748	784 570	819 129	951 018	1 350 026	701 390
Капитал и резервы	772 329	978 555	1 010 847	1 011 738	950 085	590 398	426 429	295 749	349 599
Внеоборотные активы	1 245 580	1 571 545	1 587 507	1 814 549	1 832 585	1 501 359	1 442 393	1 645 775	1 614 619
Заемные оборотные средства	473 251	592 990	576 660	802 811	882 500	910 961	1 015 964	1 350 026	1 265 020
Долгосрочное долговое финансирование	53 982	91 222	116 556	101 063	97 930	91 832	64 946	0	563 630

Примером пополнения оборотных средств служит заключение Генерального Соглашения от 12 мая 2003г. между ОАО «БМК» и ОАО «Урало–Сибирский банк» об открытии мультивалютной кредитной линии целевым использованием на пополнение собственных оборотных средств. Лимит задолженности \$10 млн., срок действия кредитной линии 2 года.

На 01.01.2003г. более половины кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками находилась у структур Стальной группы «Мечел». При этом около половины этой задолженности перед структурами является просроченной.

Таблица 6. Задолженность ОАО «БМК» перед структурами Группы «Мечел»

Кредитор	сумма задолженности на 01.01.2003г., тыс.руб.	в т.ч. длительностью свыше 3 мес., тыс.руб.
ООО "Углемет-Трейдинг"	369 782	106 049
ОАО "Мечел"	74 129	73 152
ООО "Аршан"	47 438	47 438
всего у Группы	491 349	226 639
Всего кредиторская задолженность перед поставщиками и подрядчиками	902 081	
Доля Группы	54%	

Данные о потребностях в *капитальных вложениях* ОАО «БМК» за период 1997-2002гг. можно примерно вывести по данным, представленным ниже в таблице. Если отбросить данные за 1998-1999гг. (период девальвации и пика инвестиционной программы предприятия), то ввод основных средств в выручке в среднем составлял 5,1%.

Таблица 7. Ввод основных средств на ОАО «БМК»

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ввод основных средств, тыс.руб.	26 421	261 150	909 639	135 476	48 661	37 015
Изменение статьи "Незавершенное строительство", тыс.руб.	13 745	-46 376	4 249	152 905	66 802	-29 816
Всего капвложения, тыс.руб.	40 167	214 774	913 888	288 381	115 463	7 199
Выручка, тыс.руб.	909 109	897 045	1 335 744	2 537 843	2 597 766	2 945 115
Доля ввода в выручке	4,4%	23,9%	68,4%	11,4%	4,4%	0,2%

С учетом того, что значительная часть внеоборотных активов ОАО «БМК» выводится (металлургическое производство) на наш взгляд вполне реально будет сокращение инвестиционной программы примерно наполовину с ежегодной потребностью в капвложениях в 3% от выручки.

Оценка стоимости государственного пакета

Стоимость государственного пакета определим исходя из оценки стоимости ОАО «БМК» как действующего предприятия. В настоящее время выделяются три подхода к оценке стоимости бизнеса: затратный, доходный и сравнительный.

Среди основных методов затратного подхода мы выбираем метод чистых активов. В доходном подходе воспользуемся методом дисконтированных денежных потоков. В рамках сравнительного подхода будем использовать метод предыдущих сделок.

Результат любой оценки может являться спорным. Поэтому использование нескольких подходов должно повысить достоверность результатов оценки.

Чистые активы

До окончания первого квартала 2003г. порядок расчета стоимости чистых активов акционерных обществ регламентировался совместным приказом Минфина РФ №71 и ФКЦБ РФ №149 от 5 августа 1996г. «О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ». В соответствии с указанным приказом, чистые активы – это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету.

Изначально суммы налога на добавленную стоимость по приобретенным ценностям в соответствии с Приказом Минфина РФ и ФКЦБ РФ не включались при расчете чистых активов в активы акционерного общества, хотя эти суммы отражаются во втором разделе бухгалтерского баланса наряду с запасами и затратами, денежными средствами и расчетами. Таким образом, происходило занижение стоимости чистых активов акционерных обществ на суммы налога на добавленную стоимость по приобретенным ценностям.

В письме⁸ Минфина РФ от 8 апреля 2002г. №16-00-14/125 «О расчете чистых активов акционерного общества» Департамент методологии бухгалтерского учета и отчетности попытался исправить сложившуюся ситуацию и обязал при расчете чистых активов включать налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям. Однако на практике многие акционерные общества игнорировали данное письмо. Этой же практики придерживалось и ОАО «БМК».

Приказом Минфина России и ФКЦБ России от 29 января 2003 г. N 10н/03-6/пз недоразумение с налогом на добавленную стоимость было исправлено и суммы этого налога следует считать активами акционерного общества. Одновременно с этим новым приказом были уменьшены обязательства акционерных обществ на суммы целевых финансирования и поступлений.

По данным бухгалтерской отчетности ОАО «БМК», стоимость чистых активов акционерного общества за последние годы неуклонно снижалась и на 01.01.2003г. в соответствии с приказом Минфина РФ №71 и ФКЦБ РФ №149 от 5 августа 1996г. составляла 149 млн. руб.

В соответствии с проведенным расчетом по новой методике, стоимость чистых активов ОАО «БМК» на 01 июля 2003г. составила 345 млн. руб., что в расчете на 1 акцию составило **43,5 руб.** Полученная величина чистых активов в расчете на акцию больше первоначальной цены аукциона на 10%.

Таблица 8. Расчет стоимости чистых активов ОАО «БМК»

все данные представлены в тыс.руб.

	1-январь-2002	1-июль-2002	1-январь-2003	1-июль-2003
I. Активы				
1. Нематериальные активы	30	29	29	28
2. Основные средства	1 103 409	1 065 742	1 058 759	1 029 861
3. Незавершенное строительство	397 920	376 622	368 104	369 414
4. Доходные вложения в материальные ценности	0	0	0	0
5. Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	213 230	222 165	219 123	215 557
6. Прочие внеоборотные активы	0	0	0	0
7. Запасы	659 041	570 039	580 339	574 482
8. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	119 609	134 387	131 087	273 114
9. Дебиторская задолженность	215 511	229 321	210 592	303 910
10. Денежные средства	2 729	1 653	548	2 336
11. Прочие оборотные активы	0	0	0	0
12. Итого активы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 1-11)	2 711 479	2 599 958	2 568 581	2 768 702
II. Пассивы				
13. Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	91 832	64 946	0	563 630
14. Прочие долгосрочные обязательства	0	0	0	0
15. Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	574 372	544 160	621 929	119 548
16. Кредиторская задолженность	1 450 220	1 554 799	1 650 903	1 685 292
17. Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	0	0	0	0
18. Резервы предстоящих расходов	4 657	9 624	0	50 633
19. Прочие краткосрочные обязательства	0	0	0	0
20. Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 13 - 19)	2 121 081	2 173 529	2 272 832	2 419 103
21. Стоимость чистых активов акционерного общества (итого активы, принимаемые к расчету (стр. 12) минус итого пассивы, принимаемые к расчету (стр. 20))	590 398	426 429	295 749	349 599

Дисконтированные денежные потоки

Оценка бизнеса с применением методов доходного подхода осуществляется на основе доходов предприятия, тех экономических выгод, которые получает собственник от владения бизнесом. Оценка бизнеса с применением методов доходного подхода основана на принципе, что потенциальный покупатель не заплатит за долю в бизнесе больше, чем она может принести доходов в будущем.

Приведение будущих доходов к текущей стоимости на дату проведения оценки основано на концепции изменения стоимости денег во времени, согласно которой доход, полученный в настоящий момент времени, имеет для инвестора большую ценность, чем такой же доход, который будет получен в будущем.

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) предполагает расчет свободного денежного потока, дисконтирование этого потока с последующим суммированием и получением стоимости в прогнозный период (V_1), а также расчет постпрогнозной стоимости (V_2). Суммирование полученных двух стоимостей даст стоимость предприятия, из которой следует вычесть величину долгового финансирования. Итоговое значение будет являться рыночной капитализацией.

Ниже представлены основные макроэкономические данные по России, используемые в модели DCF.

Таблица 9. Макроэкономические данные по России

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CPI RUR, %	0,0%	128,6%	21,3%	10,8%	84,4%	36,5%	20,1%	18,6%	15,1%	13,0%
курс ЦБ на конец года, руб.	3,55	4,64	5,56	5,96	20,65	27,00	28,16	30,14	31,78	31,00
Темп падения RUR, %		30,7%	19,8%	7,2%	246,5%	30,8%	4,3%	7,0%	5,5%	-2,5%
Индекс РТС на конец периода		82,93	200,5	396,86	58,93	175,26	143,29	260,05	359,07	560
РТС CAGR, % USD			142%	119%	-11%	21%	12%	21%	23%	27,0%
РТС CAGR, % RUR			190%	134%	209%	58%	16%	29%	30%	23,8%
real risk-free rate, RUR			1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1,0%
nominal risk-free rate, RUR			23%	12%	86%	38%	21%	20%	16%	14,1%
risk premium, RUR			167%	123%	123%	20%	-5%	10%	14%	9,7%

Макроэкономические факторы для ОАО «БМК», по нашему мнению, сложатся следующим образом. Ежегодный рост выручки предприятия будет равен росту рынка метизов в России (см. стр.6). При этом консервативно принимается, что минимум ОАО «БМК» будет сохранять свою долю рынка метизов и не отбирать заказов у других предприятий.

Рентабельность по прибыли до вычета процентов и налога на прибыль будет держаться на уровне 15%. Сумма капитальных вложений за прогнозный период будет примерно соответствовать сумме расчетной рыночной капитализации. Сумма приращения оборотного капитала за прогнозный период будет примерно соответствовать сумме чистых краткосрочных заемных оборотных средств на 01.07.2003г. (см. Таблица 5, стр.12). Расходы на проценты по кредитам и займам определяются исходя из рыночной ставки процента, целевой структуры капитала и имеют ограничение – примерно 2% от себестоимости (как у головного предприятия Стальной группы – ОАО «Мечел»).

Учет рисков инвестирования будет учтен в ставке дисконтирования – средневзвешенной стоимости капитала. В основном все параметры ставки дисконтирования зависят от макроэкономических факторов. Исключением являются целевая структура капитала и «бета»-коэффициент. В качестве целевой структуры капитала была принята структура, сложившаяся на 01.07.2003г. В размер «бета»-коэффициента были заложены риски, связанные с инвестированием в акции предприятий «второго эшелона».

Численная оценка этих и остальных факторов представлена ниже.

Основные предпосылки в расчете свободного денежного потока:

- ежегодный рост выручки – 4%
- рентабельность продаж по ЕВИТ – 15%
- амортизация – 7% от стоимости амортизируемого имущества
- налог на прибыль – 24%
- капвложения – 3% от выручки
- прирост оборотного капитала – 2% от выручки

Основные предпосылки в расчете ставки дисконтирования:

1. Акционерный капитал

1.1. Стоимость финансирования – 33,5%

Стоимость финансирования рассчитаны с использованием модели CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

r_f - безрисковая ставка доходности

β - «бета»-коэффициент

$(r_m - r_f)$ - премия за риск вложения в акции

r_m - рыночная ставка доходности

- рыночная ставка доходности – 23,8%
 - индекс РТС, среднегеометрическая, в \$, 1995-2003гг. – 27,0%
 - темп падения рубля относительно доллара США в 2003г. – (-2,5%)
 - рыночная ставка доходности (в руб.) – 23,8%
- безрисковая ставка доходности – 14,1%
 - реальная безрисковая ставка доходности – 1%
 - годовая инфляция (в руб., 2003г.) – 13,0%
- премия за риск – 9,7%
- $\beta = 2$

1.2. Доля в стоимости предприятия – 0,65

2. Долговое финансирование

2.1. Стоимость финансирования – 16,0%

2.2. Доля в стоимости предприятия – 0,35

Ставка дисконтирования – средневзвешенная стоимость капитала (WACC) – 26,1%

$$WACC = k_D(1-T) \frac{D}{S+D} + k_S \frac{S}{S+D}$$

k_D - доналоговая стоимость долгового финансирования

T - ставка налога на прибыль

D - сумма долгового финансирования

S - сумма акционерного капитала

k_s - стоимость акционерного капитала

Основные предпосылки в расчете постпрогнозной стоимости:

Расчет постпрогнозной стоимости проведем с помощью формулы Гордона:

$$V_2 = \frac{FCF}{WACC - g}$$

V_2 – стоимость денежных потоков в постпрогнозный период

FCF – сумма чистого денежного потока за 1 постпрогнозный период

r – коэффициент дисконтирования

g – ожидаемый темп бесконечного прироста денежного потока

- ожидаемый темп бесконечного прироста денежного потока – 2,0%
- WACC – 26,1%

Ниже представлен расчет цены 1 акции ОАО «БМК» методом дисконтированных денежных потоков. Все цифры, если не указано иное, представлены в тыс. руб.

Таблица 10. Расчет цены 1 акции ОАО «БМК» методом DCF

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Выручка	4 690 583	4 878 206	5 073 335	5 276 268	5 487 319	5 706 811	5 935 084
Денежные издержки и расходы	3 919 784	4 069 019	4 224 224	4 385 637	4 553 507	4 728 092	4 909 660
Амортизация	67 212	77 456	88 110	99 190	110 714	122 698	135 162
Прибыль до налогообложения	703 587	731 731	761 000	791 440	823 098	856 022	890 263
Налог на прибыль	168 861	175 615	182 640	189 946	197 543	205 445	213 663
Прибыль после налогообложения	534 726	556 116	578 360	601 495	625 554	650 577	676 600
Амортизация	67 212	77 456	88 110	99 190	110 714	122 698	135 162
Капвложения	140 717	146 346	152 200	158 288	164 620	171 204	178 053
Изменение рабочего капитала	93 812	97 564	101 467	105 525	109 746	114 136	118 702
Свободный денежный поток	367 409	389 661	412 804	436 872	461 902	487 934	515 007
Коэффициент дисконтирования	0,79	0,63	0,50	0,40	0,31	0,25	0,20
Дисконтированный денежный поток	291 472	245 235	206 104	173 039	145 140	121 631	101 846
Стоимость в прогнозный период	1 284 467						
Рост в постпрогнозный период	2,0%						
WACC	26,1%						
Стоимость в постпрогнозный период	342 630						
Стоимость предприятия	1 627 097						
Долговое финансирование	569 484						
Рыночная капитализация	1 057 613						
Количество акций	8 029 147						
Цена 1 акции, руб.	131,7						

В соответствие с проведенным расчетом, цена 1 акции ОАО «БМК» составила **131,7 руб.** Полученная цена больше первоначальной цены аукциона в 3,3 раза.

Предыдущие сделки

За период 2001-2002гг. имеются данные по трем сделкам купли-продажи акций ОАО «БМК». Также имеются данные по бухгалтерской оценке акций данного эмитента на балансе ОАО «Мечел». Данные по цене акций на внебиржевом рынке (система RTS Board) и купля-продажа по объявлениям⁹ нами не рассматривалась в силу сложности интерпретации этих данных.

Первая сделка, это договор купли-продажи ценных бумаг №1102/01 от 31 июля 2001г. между ЗАО «БМК-Инвест» (продавец) и ОАО «Мечел» (покупатель). В этом случае цена одной обыкновенной акции ОАО «БМК» составила 72,81 руб.¹⁰

До свершения этой сделки ОАО «Мечел» уже консолидировало обыкновенные акции ОАО «БМК» в размере 3,45% от уставного капитала с балансовой стоимостью из расчета 54,6 руб. за акцию¹¹.

Вторая сделка была совершена 24 июля 2001г., когда ООО «Углемет-М» приобрело пакет акций комбината (19,9% от УК). По имеющимся данным, акции были куплены у компаний, близких к Башкредитбанку¹².

В настоящее время ООО «Углемет-М» именуется как ООО «Углемет-Трейдинг», а «Башкредитбанк» – как банк «УралСиб». По данным еженедельника «Эксперт»¹³ на 01.04.2003г. среди 200 крупнейших банков России банк «УралСиб» занимает 13 место по активам (на 01.04.2001г. – 14 место). Исходя из респектабельности продавца акций и того, что сделка имела место, можно заключить, что цена акций ОАО «БМК» в этом случае была наиболее близка к рыночной стоимости.

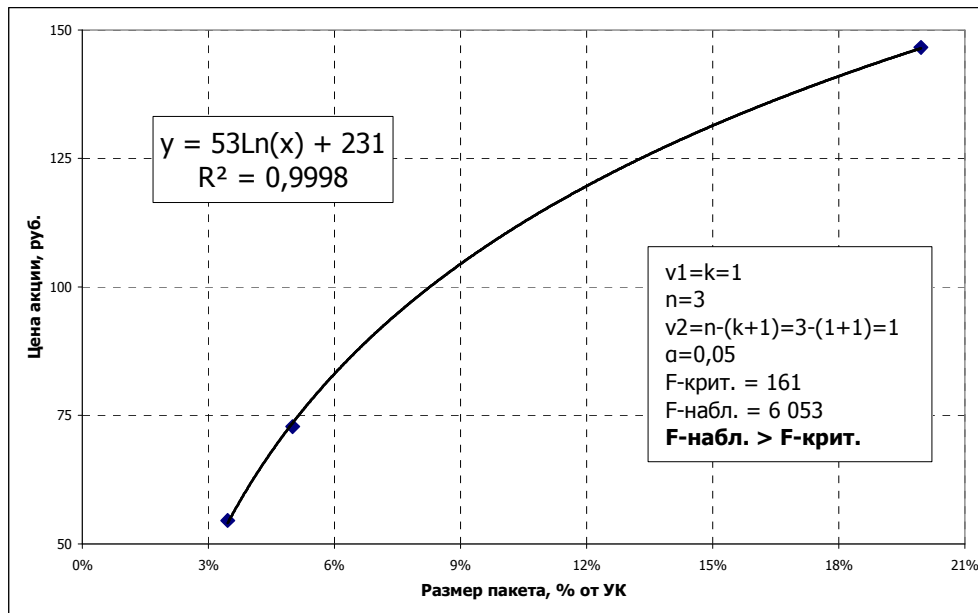
На 19.05.2003г.¹⁴ на балансе ООО «Углемет-Трейдинг» числился пакет в размере 19,9% от уставного капитала ОАО «БМК». При этом общая балансовая стоимость этих вложений составляла 234,86 млн. руб., или 147 руб. на акцию. По нашему мнению за прошедшие два года с момента покупки акций ООО «Углемет-Трейдинг» не производило переоценку акций ОАО «БМК» в *большую* сторону, так как само общество определяет рыночную стоимость акций комбината значительно ниже балансовой стоимости.

Третья сделка произошла 06 июня 2002г., когда ЗАО «БМК-Инвест» продало ООО «МетХол» 15% от УК ОАО «БМК». Сумма¹⁵ сделки составила 40 млн. руб. По данной сделке ЗАО «БМК-Инвест» получило прибыль¹⁶ в размере 38,8 млн. руб. В ходе сделки¹⁷ было продано 1 204 135 обыкновенных акций по цене 33,23 руб.

На наш взгляд имеющиеся данные по третьей сделке не отражают реальность, так как ЗАО «БМК-Инвест» в первой сделке реализовала пакет акций в три раза меньший, но по цене за акцию в два раза выше. Поэтому в дальнейшем в оценке данные по третьей сделке не учитывались.

Ниже на рисунке представлено уравнение зависимости стоимости одной акции ОАО «БМК» от размера реализуемого пакета, выраженного в процентах от уставного капитала. Уравнение построено по данным двух представленных сделок и данных по ОАО «Мечел». По приведенным расчетам F-наблюдаемое больше чем F-критическое¹⁸. Следовательно, полученное регрессионное уравнение полезно для оценки стоимости акции в зависимости от размера реализуемого пакета.

Специальных поправок на наличие в уставном капитале привилегированных акций не делалось, так как их доля в уставном капитале мала (всего 7%) и по ним ни разу не начислялись и не выплачивались дивиденды, а значит акционеры – владельцы привилегированных акций имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции. Это право прекращается с момента первой выплаты по указанным акциям дивидендов в полном размере¹⁹.

Рисунок 5. Зависимость цены акции ОАО «БМК» от размера пакета акций

В соответствии с полученным уравнением при продаже 100%²⁰ уставного капитала ОАО «БМК» рыночная стоимость 1 акции должна была составить 231 руб., что эквивалентно рыночной капитализации 1,85 млрд. руб. (\$61 млн.).

Соответственно, исходя из полученного уравнения, цена 1 акции ОАО «БМК» для государственного пакета размером 29,08% по данным прошлых сделок составит **166 руб.** Полученная величина цены больше первоначальной цены аукциона в 4,2 раза.

Согласование результатов оценок стоимости

Согласование результатов оценок цены 1 акции ОАО «БМК» произведем через придание веса важности каждого из использованных методов оценки. Сумма весов трех методов оценки будет равна 1. Тогда вес каждого из методов по нашему мнению в данном случае должен составить:

- Чистые активы – 0,2
- Денежные доходы – 0,4
- Прошлые сделки – 0,4

Таблица 11. Расчет согласованной цены 1 акции ОАО «БМК»

метод	руб.	вес	взвешенное значение
Чистые активы	43,5	0,20	8,7
Денежные доходы	131,7	0,40	52,7
Прошлые сделки	166,3	0,40	66,5
Согласованное значение цены 1 акции, руб.			127,9

Таким образом, согласованное значение цены 1 акции ОАО «БМК» из государственного пакета размером 29,08% от УК составит 127,9 руб.

Ценность государственного пакета

Ценность государственного пакета зависит от того, в какие органы управления ОАО «БМК» сможет пробиться новый собственник пакета, а также от вопросов, решаемых в рамках компетенций этих органов.

Структура органов управления ОАО «БМК»:

1. Высший орган управления – Собрание акционеров.
2. Совет директоров.
3. Единоличный и коллегиальный исполнительные органы:
 - 3.1. Генеральный директор;
 - 3.2. Правление.

Избранные вопросы компетенции *Общего собрания акционеров* ОАО «БМК»:

- определение количественного состава Совета директоров общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий; принятие решение о размере и выплате вознаграждений членам Совета директоров;
- увеличение Уставного капитала Общества путем размещения дополнительных акций по закрытой непропорциональной подписке;
- увеличение Уставного капитала Общества путем размещения посредством открытой подписки обыкновенных акций, составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций;
- принятие решений об одобрении сделок с заинтересованностью в случаях, предусмотренных требованиями действующего законодательства РФ и настоящего устава;
- принятие решений об одобрении крупных сделок, предметом которых является имущество, стоимость которого составляет от 10% до 50% балансовой стоимости активов общества (в случае если совет директоров не проголосовал единогласно по данному вопросу); в таком случае решение об одобрении крупной сделки принимается общим собранием акционеров большинством голосов акционеров–владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров.
- принятие решений об одобрении крупных сделок, предметом которых является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов общества.

Избранные вопросы компетенции *Совета директоров* ОАО «БМК»:

- образование правления общества и досрочное прекращение его полномочий;
- избрание генерального директора, досрочное прекращение его полномочий, установление ему денежного содержания и компенсаций, рассмотрение прав, обязанностей и ответственности, наложение дисциплинарных взысканий;
- одобрение крупных сделок, в случаях предусмотренных главой X Федерального Закона «Об акционерных обществах», связанных с приобретением и отчуждением обществом имущества, стоимость которого составляет от 10% до 50% балансовой стоимости активов общества;
- одобрение сделок с заинтересованностью, предусмотренных главой XI Федерального Закона «Об акционерных обществах»;

- увеличение уставного капитала общества путем размещения обществом дополнительных акций в пределах количества и категории (типов) объявленных акций за исключением случаев, отнесенных настоящим уставом к компетенции общего собрания.

Генеральный директор самостоятельно совершает от имени общества сделки, связанные с приобретением обществом имущества и отчуждением обществом имущества, если стоимость (или суммарная стоимость) имущества, составляющего предмет сделки (сделок), на дату совершения сделки (сделок) составляет до 1% балансовой стоимости активов общества;

Правление общества принимает решения о совершении от имени общества сделки (сделок), связанной (связанных) с приобретением имущества или отчуждением (либо возможностью отчуждения) обществом прямо или косвенно имущества, если стоимость (или суммарная стоимость) имущества, составляющего предмет сделки (сделок), на дату принятия решения о совершении сделки (сделок) составляет от 1% до 10% балансовой стоимости активов общества, за исключением сделок, совершаемых в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности;

В соответствии с п.4 ст.66 ФЗ РФ №208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995г. выборы членов совета директоров общества с числом акционеров – владельцев голосующих акций общества более одной тысячи осуществляются кумулятивным голосованием. На 01.07.2003г. общее число акционеров ОАО «БМК» составляло 14 744 лиц.

При кумулятивном голосовании число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров общества, и акционер вправе отдать полученные таким образом голоса полностью за одного кандидата или распределить их между двумя и более кандидатами. Соответственно величина минимального размера пакета акций для прохождения 1 кандидата в члены Совета директоров очень сильно зависит от явки акционеров на собрание.

Ниже в таблице представлены данные по Собраниям акционеров ОАО «БМК», проведенным в 2000-2003гг. Интересно, что на Собрании 2003г. был численно сокращен состав Совета директоров с 11 до 9 членов. Соответственно поднялся размер доли голосующих акций для гарантированного избрания 1 члена.

Таблица 12. Данные по Собраниям акционеров ОАО «БМК»

Год проведения собрания	2000	2001	2002	2003
Доля голосующих акций, принявших участие в собрании	89,49%	76,10%	94,37%	88,42%
Количество членов Совета директоров	11	11	11	9
Доля голосующих акций для гарантированного выбора 1 члена Совета директоров	7,5%	6,3%	7,9%	8,8%

В свете перечисленных вопросов компетенции органов управления ОАО «БМК» размер государственного пакета является очень привлекательным. В 2003г. для гарантированного избрания 1 члена Совета директоров необходимо было 8,8%. Соответственно государственный пакет может обеспечить три места в Совете директоров, или 33,3% от голосов директоров. До сокращения количества членов, государственный пакет мог претендовать на 4 места в Совете при явке на собрание 87,2% голосующих акционеров.

Присоединение государственного пакета к пакету другой стороны увеличивает его ценность. Например, два пакета – государственный (29,08%) и ЗАО «БМК-Инвест» (10,8%) – при явке 79,7% могут дать 5 мест в Совете директоров из девяти (55,6% от голосов директоров).

Прогноз результатов аукциона

Потенциальные участники аукциона

Среди потенциальных участников аукциона по продаже государственного пакета акций ОАО «БМК» можно выделить три заинтересованные стороны:

- ОАО «Стальная группа «Мечел»
- ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»
- Третья сторона

ОАО «Стальная группа «Мечел» является основным претендентом на государственный пакет. По нашим оценкам у структур Группы в собственности уже находится 51,25%.

Группа уже встретила комбинат в свою цепочку поставок, загрузила его мощности и, как нам кажется, не ожидает других претендентов со стороны. Крупное участие Группы в капитале ОАО «БМК» должно отпугнуть охотников за легкой добычей. Поэтому Группа будет нацелена на покупку всего государственного пакета. В этом случае слабым местом в стратегии Группы станет сумма денежных средств, выделенная ею на участие в аукционе.

Все активы Стальной группы «Мечел» были куплены в частном порядке, однако опыт участия в специализированном аукционе у Группы все же имеется.

14 января 2002г. был проведен межрегиональный спецаукцион по продаже 23,36% ОАО «Комбинат Южуралникель». Весь пакет был выкуплен структурами Стальной группы «Мечел». На этом аукционе начальная цена продажи 1 акции (350 руб.) выросла на 0,7% до 352,38 руб. Общая сумма денежных средств по заключенным договорам купли-продажи составила 49,4 млн. руб. До аукциона структурам Стальной группы «Мечел» уже принадлежало 56% от уставного капитала ОАО «Комбинат Южуралникель».

ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» также может считаться претендентом на государственный пакет. Проект построения Стальной группы «Мечел» с включением в его состав ОАО «БМК» в свое время перечеркнул намерения ОАО «ММК», которое ранее планировало включить ОАО «БМК» в состав своего производственного холдинга²¹. Эти намерения также подкреплялись тем, что в конце 90-х гг. прошлого века ОАО «ММК» поставляло на ОАО «БМК» 50% покупного металлопроката, а ОАО «Мечел» – только 35%.

Стальная группа «Мечел» владеет 16,51%²² голосующих акций в ОАО «ММК» и является крупным поставщиком угля на Магнитогорский комбинат. Поэтому покупка доли в предприятии, являющимся конечным в цепочке поставок, в какой-то мере, может являться механизмом противовесов в переговорах двух групп.

До этого момента ОАО «ММК» уже имело определенный опыт аукционных торгов. В октябре 2001г. Группа компаний ОАО «ММК» приобрела у государства 26% акций ОАО «УК «Кузбассуголь» за \$63 млн. В июне 2002г. Группа компаний ОАО «ММК» продала 26% акций компании «Кузбассуголь» за \$52 млн. Разница между ценой приобретения и ценой выбытия составила минус \$11 млн.²³ Таким образом, на перепродаже акций угольного предприятия Группа компаний ОАО «ММК» потеряло 17,5%.

На этом аукционе начальная цена продажи акции ОАО «УК «Кузбассуголь» (930 руб.) была повышена в 3,6 раза. Величина роста начальной цены может являться неким психологическим рубежом возможного относительного повышения начальной цены и по акциям ОАО «БМК».

Относительная величина роста начальной цены может поддерживаться и абсолютными значениями задействованных финансовых ресурсов. Аукцион по ОАО «БМК» по сумме денежных средств значительно уступает аукциону по ОАО «УК «Кузбассуголь».

Единственное что может сдерживать ОАО «ММК» от участия в аукционе по акциям ОАО «БМК» это необходимость накопления средств для предстоящего аукциона по продаже государственного пакета уже в самом ОАО «ММК».

Место **Третьей стороны** в данном отчете вакантно. Каждый инвестор может примерить это место на себя.

Стратегии участников аукциона

Не обладая инсайдерской информацией невозможно точно рассчитать сумму, которую направит тот или иной участник аукциона на покупку акций из государственного пакета. Поэтому попытаемся пойти другим путем и, отталкиваясь от факта, что основным претендентом на акции ОАО «БМК» является Стальная группа «Мечел», рассчитаем размер части государственного пакета, который может достаться инвесторам со стороны.

Формально Стальная группа «Мечел» может действовать следующим образом:

- 1) Максимум купить весь пакет – 29,08%. Тогда у Группы будет консолидировано 80,33% ОАО «БМК».
- 2) Минимум купить часть государственного пакета такого размера, чтобы в итоге инвестор со стороны не смог провести своего представителя в Совет директоров. При явке на собрание 91,1% акционеров (сумма пакетов Группы «Мечел», ЗАО «БМК-Инвест» и государственного пакета) для гарантированного избрания 1 члена Совета директоров необходимо 9,11%. Таким образом, если уступить инвестору со стороны только 9%, то в этом случае Группе «Мечел» необходимо докупить на аукционе 20,08%.
- 3) Минимум купить часть государственного пакета такого размера, чтобы в итоге другому претенденту достался пакет меньше блокирующего. В этом случае Группе необходимо докупить на аукционе 5%.

Полученные целевые пакеты взвесим по степени вероятности их покупки. Степени вероятности на наш взгляд каждый инвестор со стороны будет определять сам. Поэтому для простоты рассмотрим две модели поведения инвесторов: менее агрессивные и более агрессивные инвесторы. Для обеих моделей примем некоторые значения весов.

Для менее агрессивного инвестора вероятность покупки Стальной группой «Мечел» всего пакета будет наибольшей. Оставшиеся два варианта наступят с равными вероятностями.

Для более агрессивного инвестора вероятности наступления трех указанных событий примем равнозначными. При этом необходимо осознавать, что чем агрессивнее будет вести себя сторонний инвестор, занижая вероятности полной покупки государственного пакета Группой, тем в итоге более высокую цену покупки он получит. А это, в конечном счете, будет определяющим при продаже акций комбината и получении прибыли.

Таблица 13. Расчет размера остаточного пакета акций ОАО «БМК»

Менее агрессивные участники			Более агрессивные участники		
29,08%	0,70	20,4%	29,08%	0,33	9,7%
20,08%	0,15	3,0%	20,08%	0,33	6,7%
5,00%	0,15	0,8%	5,00%	0,33	1,7%
"Мечел"		24,12%	"Мечел"		18,05%
остаток		4,96%	остаток		11,03%

По нашему мнению агрессивный инвестор может рассчитывать максимально на 11,03% от уставного капитала ОАО «БМК», что составляет более трети продаваемого государственного пакета. При этом пакет сможет обеспечить только одно место в Совете директоров и, возможно, не оправдать надежд инвестора. Соответственно этому типу инвесторов следует действовать еще более агрессивно.

Менее агрессивному инвестору достанется пакет примерно в 5%. Поэтому такому инвестору либо придется вообще отказаться от покупки этого пакета, либо придется становиться агрессивным и начать выторговывать для себя приемлемые условия выкупа этого пакета Группой «Мечел». При этом необходимо учитывать установленную градацию²⁴ некоторых прав акционеров по размерам их пакетов:

- «не менее 25% + 1 акция» – право блокировать решения по *вопросам* внесения изменений и дополнений в устав или утверждения устава в новой редакции; реорганизации общества; ликвидации общества, назначения ликвидационной комиссии и утверждения промежуточного и окончательного ликвидационных балансов.
- «не менее 25%» – право на доступ к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа.
- «не менее чем 10%» – право на созыв внеочередного собрания акционеров, право на проверку (ревизию) финансово-хозяйственной деятельности общества по итогам деятельности общества за год, а также во всякое время.
- «не менее чем 2%» – право внести вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию и счетную комиссию.
- «не менее чем 1%» – право обратиться в суд с иском к члену совета директоров, единоличному исполнительному органу, члену коллегиального исполнительного органа, а равно к управляющей организации или управляющему о возмещении убытков, причиненных обществу их виновными действиями (бездействием).

Дополнительно рассчитаем возможную величину единой цены продажи акций ОАО «БМК» на аукционе. Исходными предпосылками будут: согласованная цена 1 акции (см. Таблица 11, стр.19); норма обесценения актива при дальнейшей продаже акций как в случае с ОАО «ММК» (округленное значение); закладываемая норма прибыли при дальнейшей продаже акций. В итоге единая цена акции может составить **53,3 руб.** при росте относительно начальной цены на **35%**.

Таблица 14. Расчет размера единой цены 1 акции на аукционе

Справедливая цена акции, руб.	127,90
Норма обесценения актива	20%
Цена продажи акции после аукциона, руб.	106,58
Норма прибыли при продаже акции	100%
Единая цена акции на аукционе, руб.	53,29
Начальная цена акции на аукционе, руб.	39,46
Норма повышения цены акции в ходе аукциона	35,1%

© Рачков Игорь, к.э.н.

igorra@mail.ru

Данная публикация подготовлена на основании открытой информации, которая на наш взгляд является достоверной и адекватной сложившимся на момент публикации условиям. Между тем, автор не может гарантировать полноту или достоверность используемых данных. Мнения и выводы, представленные в отчете являются суждениями автора и могут быть пересмотрены без специального уведомления.

Ссылки

- ¹ Данный случай изложен по книге Степана Злобина «Салават», Башкирское книжное издательство – Уфа, 1977г. Более свежие эпизоды из новой жизни Салавата Юлаева можно найти по адресу: http://www.ufagrad.com/st/8/29_1.shtml
- ² Более подробную информацию можно посмотреть по адресу: <http://miorb.bashkortostan.ru/a031103.htm>
- ³ До принятия решения о своих действиях прочтите текст на стр. 25.
- ⁴ Выражаем глубокую признательность Комиссии Республики Башкортостан по рынку ценных бумаг за отчеты республиканских эмитентов, размещенные на ее сайте. Вовремя, полно, доступно! <http://gkrcb.bashkortostan.ru/>
- ⁵ Существенный факт ОАО «БМК» от 10.06.2002г., код факта 0330269D10062002
- ⁶ Схема взаимосвязей построена по данным ежеквартальных отчетов эмитентов для ФКЦБ, ЦБ РФ, российских и зарубежных СМИ.
- ⁷ Например, сбытовая сеть «Mechel Metal Supply Limited» («Conares Trading A.G.»): <http://www.conares.com/Public/index1.htm>
- ⁸ Письмо можно найти по адресу: <http://mingar.park.ru/public/default.asp?no=12026935>
- ⁹ Например, можно посмотреть здесь: <http://tr.forums.rtsnet.ru/default.asp?action=view&id=2537&returnpage=84>
- ¹⁰ Существенный факт ЗАО «БМК-Инвест» от 31.07.2001г., код факта 0701239K31072001
- ¹¹ Проспект эмиссии облигаций ОАО «Мечел», зарегистрирован 27 декабря 2002 г.
- ¹² Новолодская С., Рожкова М. «Мечел» расширяется. Ведомости, №174, 24 сентября 2001г.
- ¹³ Эксперт, №22 (377) от 16 июня 2003г.; Эксперт, №24 (284) от 25 июня 2001г.
- ¹⁴ Проспект эмиссии облигаций ООО «Углемет-Трейдинг», зарегистрирован 03 июня 2003г.
- ¹⁵ Данные пояснительной записки по итогам 2002г. Ежеквартальный отчет ЗАО «БМК-Инвест» за 2 кв. 2003г.
- ¹⁶ Существенный факт ЗАО «БМК-Инвест» от 30.09.2002г. Ежеквартальный отчет эмитента за 3 кв. 2002г.
- ¹⁷ Количество акций было рассчитано исходя из трех параметров – выручки; полученной прибыли и стоимости акций ОАО «БМК» на балансе ЗАО «БМК-Инвест». Стоимость акций на балансе составляла 1 руб. за акцию. Количество акций было рассчитано вычитанием из выручки полученной прибыли. Соответственно цена 1 акции по сделке купли-продажи была получена делением выручки на количество акций.
- ¹⁸ Значение F-критического взято из книги «Статистическое моделирование и прогнозирование». Под ред. А.Г. Гранберга. – М.: Финансы и статистика, 1990. – 383с.
- ¹⁹ п.5 ст.32 ФЗ РФ №208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995г. в ред. Федеральных законов от 13.06.1996г. №65-ФЗ, от 24.05.1999г. №101-ФЗ, от 07.08.2001г. №120-ФЗ, от 21.03.2002г. №31-ФЗ, от 31.10.2002г. №134-ФЗ, от 27.02.2003г. №29-ФЗ
- ²⁰ Мы осознаем ограничения и условности полученного уравнения. Первый пример ограничений – по этому уравнению нельзя рассчитать стоимость 1 акции при продаже всего 1 акции. Получается отрицательная величина. Второй пример – премия за размер продаваемого пакета, скорее всего, должна быть более дискретной величиной. Возможно как в этом нормативном акте: <http://www.mgi.ru/base/dir/pp/2002/05/pp369.txt>
- ²¹ Китаев Е. Загадка «Мечела». Сколько же холдингов строит комбинат? «Челябинский рабочий», 23 октября 2001г.
- ²² Стальная группа «Мечел» владеет пакетом акций ОАО «ММК» через компанию «Фулвелл Инвестментс Лимитед». Годовой отчет ОАО «ММК» за 2002г. <http://www.mmk.ru/documents/sobranie01.doc>
- ²³ ОАО «ММК» и дочерние общества. Консолидированная финансовая отчетность за 2001г. http://www.mmk.ru/documents/y_2001.doc
- ²⁴ в соответствии с ФЗ РФ №208-ФЗ «Об акционерных обществах» в редакциях, указанных ранее в 19-й ссылке.