

Игры с инвесторами



Содержание

Введение	3
Игры в рост	4
Игры с акциями	5
Предварительные пояснения	5
Распределение стоимости	7
Играем в ОАО «Мечел»	7
Играем в ОАО «Стальная группа «Мечел»	9
Игры в консолидацию	10
Состояние активов	10
Участие государства	11
Организационная модель	11
Игры с миноритариями	13
«Ижсталь»	13
«Белорецкий металлургический комбинат»	13
Игры в IPO	19
Мечта основателей	19
Пополнение Совета директоров	19
Пополнение команды менеджеров	20
Эмиссия акций	20
Потребность в финансировании	21
Сценарии первичного размещения	22
Заключение	24

Введение

На обложке данного отчета представлен рисунок известного представителя мюнхенского модерна Франца фон Штука «Поцелуй Сфинкса». На рисунке изображена женщина-сфинкс, роковая страсть которой приносит страдания ее возлюбленным.

На фондовом рынке в роковом образе перед нами предстают те публичные компании, которые не стремятся к информационной открытости и прозрачности. Им бы стать закрытыми частными компаниями и не будоражить умы инвесторов. Однако либо из-за жадности, ведь тогда придется изрядно потратиться на скупку миноритарных долей, либо из-за отсутствия внятной стратегии работы с рынком капитала эти компании продолжают вести свою игру с инвесторами, от которой последним зачастую одни страдания.

К числу таких компаний частично относится и новый металлургический холдинг Стальная группа «Мечел». Материнская часть этой Группы, хотя и имеет листинг, является пока закрытой. Некоторые дочерние компании также представлены на рынке и вызывают неподдельный интерес у инвесторов.

Данный отчет подготовлен специально для лиц, желающих сыграть на акциях Стальной группы «Мечел». Отчет поможет ответить на ряд важнейших вопросов, касающихся Группы, но не раскрываемых ею самой:

- Как распределена стоимость среди дочерних компаний Группы?
- На каких ценовых уровнях находятся акции дочерних предприятий Группы?
- Как Группа обходилась с миноритарными акционерами раньше, и как она будет относиться в будущем?
- Какова вероятность реорганизации дочерних предприятий Группы путем присоединения к материнской компании (т.н. переход на единую акцию)?
- Когда ожидать IPO материнской компании, и каковы его параметры?

Игры с акциями

Для игры с акциями предприятий Стальной Группы «Мечел» необходимо оценить их привлекательность. Для этого сначала покажем, как распределена стоимость среди предприятий Группы, а затем на основе сопоставления долей в структуре и прогнозных цен основных предприятий Группы оценим фундаментальную стоимость.

Предварительные пояснения

Предварительные пояснения призваны повысить прозрачность предлагаемой оценки распределения стоимости по дочерним предприятиям Группы. Само распределение определим на основе стоимости чистых активов предприятий. Эта стоимостная категория в рамках предприятий одной группы формируется под влиянием единых стандартов бухгалтерского учета, а также управленческого учета в части распределения предприятий по центрам ответственности.

Пояснению подвергаются расчеты чистых активов предприятий Группы, а также размеры участия Группы в том или ином предприятии.

ОАО «ММК»

В случае с ОАО «ММК», основная проблема заключается в корректном определении доли участия Стальной группы «Мечел» в капитале Магнитогорского комбината.

На конец июня 2004г. пакет в 15,38% от уставного капитала ММК находился во владении кипрской компании Fulwell Investments LTD. Эта оффшорная компания включена в список аффилированных лиц ОАО «Стальная группа «Мечел». В этом пакете на обыкновенные акции приходилось 12,44% от уставного капитала или 16,59% от всех голосующих акций. Размер пакета и распределение в нем акций по типам не изменялось с июня 2003г.

Однако в мае 2004г. на Собрании акционеров ОАО «ММК» за двух кандидатов от Стальной группы «Мечел» были отданы голоса эквивалентные 16,93% от всех голосующих акций. Это немного больше (на 0,34% от голосов), чем находилось на балансе кипрской компании. Скорее всего, обыкновенные акции понемногу скупаются на рынке, но не переводятся на оффшор. Это же доказывает сопоставление видимых (голоса Fulwell Investments LTD) и реальных (выступающие за кандидатов) голосов Стальной группы «Мечел» в уставном капитале ОАО «ММК» (Таблица 1).

Таблица 1. Сопоставление реальных и видимых голосов Стальной группы «Мечел» в уставном капитале ОАО «ММК»

	Год голосования		
	2002	2003	2004
Голоса, отданные за кандидатов от СГМ	16,67%	16,89%	16,93%
Голоса Fulwell Investments LTD	13,59%	16,51%	16,59%

Так, например, в 1 кв. 2004г. на баланс ООО «ТД «Мечел» было заведено 0,23% от уставного капитала ОАО «ММК». В то же время доля Fulwell Investments LTD, как уже отмечалось, оставалась неизменной. Нам неизвестно к какому типу акций относятся вложения Торгового дома, однако если это те самые незаведенные на оффшор обыкновенные акции, то этот пакет составит 0,31% от всех голосующих акций Магнитогорского комбината.

Таким образом, доля Стальной группы «Мечел» в ОАО «ММК» составит 15,64% от уставного капитала. Распределение акций по типам следующее:

- 12,7% от уставного капитала (16,93% от АОИ) обыкновенные акции;
- 2,94% от уставного капитала (11,75% от АПИ) привилегированные акции.

ООО «ТД «Мечел»

Мы скорректировали чистые активы торгового дома на сумму его финансовых вложений в акции предприятий Стальной группы «Мечел». Связано это с тем, что на балансе ООО находятся акции ОАО «Мечел» и ОАО «ММК». В общей сумме чистых активов эти пакеты учитывались напрямую.

Mechel Trading AG

Финансовая отчетность компании Mechel Trading AG нам недоступна, соответственно реальный размер чистых активов определить затруднительно. Поэтому чистые активы торговой компании были получены расчетным путем. В качестве исходной информации для расчета использовались следующие сведения:

- Mechel Trading AG на 100% принадлежит ОАО «Стальная группа «Мечел», которое определяет стоимость своих вложений в зарубежную компанию в 841 тыс. руб. Это немногим больше, чем балансовая стоимость вложений в ООО «ТД «Мечел», составляющая 750 тыс. руб.
- Вложения Mechel Trading AG в акции зарубежных предприятий меньше, чем вложения ООО «ТД «Мечел» в акции российских компаний, в частности, ОАО «Мечел», ОАО «ММК», ОАО «Челябэнерго»:
 - 24 июля 2002г. были приобретены 83,99% акций румынского комбината специальных сталей COST SA Targoviste. Общая стоимость сделки оценивается примерно в \$62 млн. Эта сумма складывается из трех частей: (1) \$2 млн. – оплата акций; (2) \$25 млн. – пятилетняя инвестиционная программа; (3) \$35 млн. – скупка долгов.
 - 6 февраля 2003г. были приобретены активы хорватского трубного завода Zeljezara Sisak. В соответствии с условиями договора плата за активы завода составила одну хорватскую куну (около \$0,14) с инвестиционными обязательствами на €8 млн. и социальными обязательствами для 1 700 рабочих комбината.
 - 14 марта 2003г. были приобретены 66,3% акций румынского метизного завода S.C. Industria Sarmei S.A. Общая стоимость сделки составила €27,5 млн., из которых €2,5 млн. – оплата акций, а €25 млн. – инвестиционные обязательства.
- Распределение финансовых потоков производственных предприятий Группы между двумя торговыми фирмами Группы неравномерное. В первом полугодии 2004г. Mechel Trading AG немного уступал по обороту Торговому дому «Мечел» (Таблица 2). Соответственно и прирост чистых активов мог быть меньше у зарубежной компании по сравнению с российской. Однако через Mechel Trading AG дополнительно сбывалась (возможно, все еще сбывается) металлопродукция Магнитогорского комбината. В свою очередь это должно приводить к росту чистых активов торговой компании.

Таблица 2. Распределение потоков по торговым фирмам в 1 полугодии 2004г.

	ООО "Торговый дом Мечел"	Mechel Trading AG	Прочие
ОАО "УК "Южный Кузбасс"	60,5%	25,9%	13,6%
ОАО "Коршунровский ГОК"	54,2%	45,3%	0,5%
ОАО "Мечел"	53,3%	38,6%	8,1%
ОАО "Комбинат Южуралникель"	30,3%	67,9%	1,8%

Источник: отчеты эмитентов, анализ автора

Таким образом, чистые активы Mechel Trading AG были рассчитаны как половина (с позиции консерватизма) от чистых активов ООО «ТД «Мечел» за вычетом всех финансовых вложений российской компании.

ОАО «Белорецкий металлургический комбинат»

Мы скорректировали чистые активы Белорецкого комбината на сумму его вложений в акции ЗАО «БМК-Инвест». Связано это с тем, что на балансе ЗАО находится 10,77% от уставного капитала комбината. В общей сумме чистых активов этот пакет учитывался напрямую.

ОАО «УК «Южный Кузбасс»

Чистые активы угольного субхолдинга были получены как сумма чистых активов ее дочерних добывающих предприятий: четырех разрезов и двух шахт.

Распределение стоимости

Наш взгляд на распределение стоимости среди дочерних предприятий Стальной группы «Мечел» представлен ниже (Таблица 3).

Стоимость распределена очень неравномерно. Почти 40% чистых активов приходится на вложения в Магнитогорский металлургический комбинат. Около 1/3 всех чистых активов приходится на две торговые структуры – ООО «ТД «Мечел» и Mechel Trading AG. Остаток приходится на производственные предприятия, безусловным лидером среди которых является «Мечел» (16% от всех чистых активов Группы).

Таблица 3. Чистые активы Стальной группы «Мечел» на 30.06.2004г.

	Чистые активы, тыс.руб.	Доля СГМ от УК, %	Доля СГМ от ЧА, тыс.руб.	Доля актива в общей стоимости ЧА, %
ООО "Торговый дом Мечел"	6 186 790	100,00%	6 186 790	21,5%
Mechel Trading AG	н/д	100,00%	3 042 743	10,6%
ОАО "Мечел"	5 818 249	79,82%	4 643 841	16,2%
ОАО "УК "Южный Кузбасс"	2 890 417	96,39%	2 786 001	9,7%
ОАО "Ижсталь"	1 602 849	60,75%	973 704	3,4%
ОАО "Белорецкий металлургический комбинат"	402 239	91,29%	367 206	1,3%
ОАО "Торговый порт Посьет"	76 503	80,04%	61 231	0,2%
ОАО "Комбинат Южуралникель"	-569 718	79,28%	0	0,0%
ОАО "Коршуновский ГОК"	-1 748 246	75,00%	0	0,0%
ОАО "Уральская кузница"	н/д	93,76%	н/д	н/д
ЗАО "Вяртсильский метизный завод"	н/д	93,35%	н/д	н/д
ООО "Каслинский завод архитектурно-художественного литья"	н/д	100,00%	н/д	н/д
ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	68 111 141	15,64%	10 650 613	37,1%
Всего			28 712 128	100,0%

Источник: отчеты эмитентов, анализ автора

Из полученного распределения стоимости в дальнейшем анализе нам пригодятся данные только по двум предприятиям – ОАО «ММК» и ОАО «Мечел». Связано это с тем, что интерес инвесторов связан в основном только с акциями этих предприятий, по отдельности доли этих предприятий в структуре чистых активов Стальной группы «Мечел» занимают первое и второе места соответственно, а в совокупности на эти два предприятия приходится более половины активов Группы.

Играем в ОАО «Мечел»

Для игры с акциями ОАО «Мечел» желательно знать их фундаментальную стоимость, которая складывается в ходе текущей и будущей деятельности металлургического комбината. В настоящее время комбинату уготована участь центра затрат, которая подразумевает вывод с предприятия прибыли в интересах мажоритарных акционеров.

Если нет прибыли, то нет и дивидендов. Уповать остается исключительно на изменение рыночной цены. В настоящее время, цена в РТС колеблется на уровне \$155. Консенсус-прогноз инвестиционных институтов составляет \$170, при этом максимальная целевая цена – \$200, минимальная – \$124 (Таблица 4).

Консенсус-прогноз не слишком высок относительно текущего уровня, соответственно, консенсус-рекомендация на уровне «накапливать» - «слабая покупка».

Таблица 4. Консенсус прогноз цен на акции

ОАО «Мечел», акции обыкновенные				ОАО «ММК», акции обыкновенные			
Компании	Цель, \$	Рекомендация	Дата обновления	Компании	Цель, \$	Рекомендация	Дата обновления
Банк Москвы	200,0	Покупать	3 сен 04	Brunswick UBS	0,430	Neutral2(RRD)	22 сен 04
БрокерКредитСервис	124,8	HOLD	27 авг 04	АТОН	0,420	Держать	9 авг 04
Интерфин Трейд	181,0	Покупать	22 сен 04	БрокерКредитСервис	0,600	BUY	27 авг 04
МДМ-Банк	170,0	Accumulate	20 авг 04	МДМ-Банк	0,600	Buy	20 авг 04
Перспект	193,0	Покупать	10 авг 04	Тройка Диалог	0,413	Hold	13 сен 04
Солид	161,1	Держать	22 сен 04	УРАЛСИБ	0,540	Покупать	27 апр 04
УРАЛСИБ	160,0	С.Покупать	1 сен 04	Энергокапитал	0,390	Buy	7 сен 04
Консенсус	170,0	Накапливать		Консенсус	0,485	Накапливать	

Источник: РосБизнесКонсалтинг

Рассчитаем фундаментальный уровень цены акций ОАО «Мечел» исходя из его доли в структуре чистых активов Стальной группы «Мечел», а также доли и прогнозной цены акций по ОАО «ММК». Мы определяем данные по ОАО «ММК» как независимые переменные, а цену акций ОАО «Мечел» как зависимую в связи с тем, что:

- во-первых, челябинские акции, все еще имея листинг на РТС, более рыночные бумаги, чем магнитогорские, которые уже два раза безуспешно проходили в РТС, а потом их снимал менеджмент предприятия;
- во-вторых, доля ОАО «ММК» в структуре активов Группы в два раза больше, чем ОАО «Мечел», что должно положительно сказаться на качестве прогноза;
- в-третьих, ОАО «ММК» в отличие от ОАО «Мечел» в большей степени центр прибыли, чем центр затрат и, соответственно, в нем больше остается стоимости для миноритарных акционеров.

Если использовать консенсус-прогноз цен на акции обоих комбинатов и расчетной доли только ОАО «ММК» в чистых активах Группы, тогда доля ОАО «Мечел» в активах Группы увеличится почти до 22%, захватив примерно половину от доли торговой компании ООО «ТД «Мечел». На наш взгляд, это не совсем корректно, так как миноритарные акционеры ОАО «Мечел» не могут прямо претендовать на активы другого юридического лица, не имея участия в его капитале.

Таблица 5. Консенсус-цены комбинатов Vs. Доля «Мечела» в Группе

	Мечел	ММК
Источник =>	консенсус-прогноз	консенсус-прогноз
АОИ, шт.	3 161 965	7 972 665 600
АПИ, шт.	0	2 657 556 000
цена АОИ, \$	\$ 169,99	\$ 0,48
цена АПИ, \$		\$ 0,24
доля СГ "Мечел" в АОИ	79,82%	16,93%
доля СГ "Мечел" в АПИ		11,75%
доля в чистых активах СГ "Мечел"	21,80%	37,09%
стоимость АОИ, \$	\$ 537 488 879	\$ 3 864 464 912
стоимость АПИ, \$	\$ -	\$ 644 077 679
всего доля СГ "Мечел", \$	\$ 428 997 286	\$ 730 041 684
стоимость СГ "Мечел", \$	\$ 1 968 060 478	\$ 1 968 060 478

Поэтому, сохраняя нетронутыми доли двух комбинатов в структуре активов Группы, поварьруем цены на их акции.

При использовании нашего прогноза цен на обыкновенные и привилегированные акции ОАО «ММК» и расчетных долей комбинатов в чистых активах Группы, цена акций ОАО «Мечел» составит около \$94. Это почти в половину ниже, чем текущий консенсус-прогноз инвестиционных институтов в \$170 и на 65% ниже, чем текущие котировки.

Таблица 6. Цена «Мечела» Vs. Наша цена «ММК»

	Мечел	ММК
Источник =>	подбор	наш прогноз
АОИ, шт.	3 161 965	7 972 665 600
АПИ, шт.	0	2 657 556 000
цена АОИ, \$	\$ 93,68	\$ 0,36
цена АПИ, \$		\$ 0,18
доля СГ "Мечел" в АОИ	79,82%	16,93%
доля СГ "Мечел" в АПИ		11,75%
доля в чистых активах СГ "Мечел"	16,17%	37,09%
стоимость АОИ, \$	\$ 296 197 944	\$ 2 870 159 616
стоимость АПИ, \$	\$ -	\$ 478 360 080
всего доля СГ "Мечел", \$	\$ 236 410 685	\$ 542 206 025
стоимость СГ "Мечел", \$	\$ 1 461 689 480	\$ 1 461 689 480

При использовании консенсус-прогноза цен на обыкновенные и нашего на привилегированные акции ОАО «ММК» и расчетных долей комбинатов в чистых активах Группы, цена акций ОАО «Мечел» составит около \$126. Это будет почти на треть ниже, чем текущий консенсус-прогноз инвестиционных институтов и на четверть ниже, чем текущие котировки.

Таблица 7. Цена «Мечела» Vs. Консенсус-цен «ММК»

	Мечел	ММК
Источник =>	подбор	консенсус-прогноз
АОИ, шт.	3 161 965	7 972 665 600
АПИ, шт.	0	2 657 556 000
цена АОИ, \$	\$ 126,13	\$ 0,48
цена АПИ, \$		\$ 0,24
доля СГ "Мечел" в АОИ	79,82%	16,93%
доля СГ "Мечел" в АПИ		11,75%
доля в чистых активах СГ "Мечел"	16,17%	37,09%
стоимость АОИ, \$	\$ 398 809 375	\$ 3 864 464 912
стоимость АПИ, \$	\$ -	\$ 644 077 679
всего доля СГ "Мечел", \$	\$ 318 310 101	\$ 730 041 684
стоимость СГ "Мечел", \$	\$ 1 968 060 478	\$ 1 968 060 478

Таким образом, текущие котировки акций ОАО «Мечел», а также прогнозы инвестиционных институтов значительно превышают фундаментальный уровень цены, устанавливаемый мажоритарными акционерами комбината через схемы его взаимодействия с другими предприятиями Группы.

Текущий уровень \$155 минимум на четверть, а максимум – на 65% выше фундаментального. Консенсус-прогноз увеличивает переоценку акций ОАО «Мечел».

Играем в ОАО «Стальная группа «Мечел»

Акции Стальной группы «Мечел» уже «прописались» в РТС, однако активной торговли по ним не наблюдается. Изменение ситуации должно произойти после размещения второго выпуска акций в виде американских депозитарных расписок.

При условии, что Группа накануне размещения заведет на баланс в том или ином виде пакет акций ОАО «ММК», принадлежащий аффилированной компании Fulwell Investments LTD, мы прогнозируем на основе подхода к оценке акций ОАО «Мечел» два варианта цены на акции ОАО «Стальная группа «Мечел».

Первый вариант связан с нашим прогнозом цены акций ОАО «ММК», составляющим \$0,36 за обыкновенную акцию. Тогда цена 1 акции ОАО «Стальная группа «Мечел» составит \$2,9.

Второй вариант связан с консенсус-прогнозом цены акций ОАО «ММК», составляющим \$0,48 за обыкновенную акцию. Тогда цена 1 акции ОАО «Стальная группа «Мечел» составит \$4,0.

Цена покупки акций ОАО «Стальная группа «Мечел» в РТС на конец сентября 2004г. колеблется на уровне \$2,3-\$2,6.

Игры в консолидацию

С момента появления первых контуров новой металлургического холдинга – Стальная группа «Мечел» – стала распространяться молва о скором переходе его производственных предприятий на единую акцию. Соответственно это подогревало интерес к акциям этих предприятий со стороны портфельных инвесторов, которых завораживала возможность сыграть на разнице в рыночных ценах на акции производственных предприятий и ожидаемой стоимости акций производственных предприятий для целей конвертации в акции материнской компании.

Рассмотрим возможность консолидации активов Стальной группы «Мечел» с переходом на единую акцию.

После этапа сбора активов наступает фаза консолидации, на которой происходит выстраивание оптимальной модели взаимодействия аккумулированных активов. Считается, что для повышения инвестиционной привлекательности результатом консолидации активов должен стать переход на единую акцию.

Переход обычно происходит путем присоединения так называемых активов к материнской компании. При этом акции активов конвертируются в акции материнской компании. В связи с тем, что материнская компания не имеет 100% в уставных капиталах активов, то часть акций материнской компании достается миноритарным акционерам активов.

На наш взгляд, вероятность консолидации активов Стальной группы «Мечел», сопровождающуюся переходом на единую акцию, будет изменяться под воздействием трех факторов: состояния консолидируемых активов, участия в них государства, а также выбором организационной модели группы.

Состояние активов

Состояние активов с точки зрения их инвестиционной привлекательности предопределяет целесообразность их объединения. Обремененные обязательствами активы мало привлекательны, и добавление к ним здоровых активов способно лишь ухудшить привлекательность последних.

Для единой оценки привлекательности активов можно использовать значение чистых активов. Это значение в рамках предприятий одной группы формируется под влиянием единых стандартов бухгалтерского учета, а также управленческого учета в части распределения предприятий по центрам ответственности.

Стальная группа «Мечел» собрала довольно разношерстные активы, общая стоимость чистых активов которых составляет \$983,3 млн.

Некоторые активы Группы являются **проблемными**. К их числу относятся «Южуралникель» и Коршуновский ГОК. Чистые активы этих предприятий отрицательны. Стоит отметить, что сама Группа не способствует улучшению ситуации на проблемных предприятиях, определив для них участь центров затрат.

Таким образом, не имеет смысла объединять проблемные активы со здоровыми, перекладывая значительные финансовые обязательства на последних. Необходимо либо оздоровить проблемные активы, на что требуется длительное время, либо освободить активы от обязательств, путем одномоментного вывода из проблемных дочек ценного имущества.

Участие государства

Участие государственных структур в капитале дочерних предприятий Стальной группы «Мечел» в случае перехода на единую акцию может привести к тому, что к управлению консолидированной группы будут допущены представители государства.

Участие государства имеется в трех предприятиях:

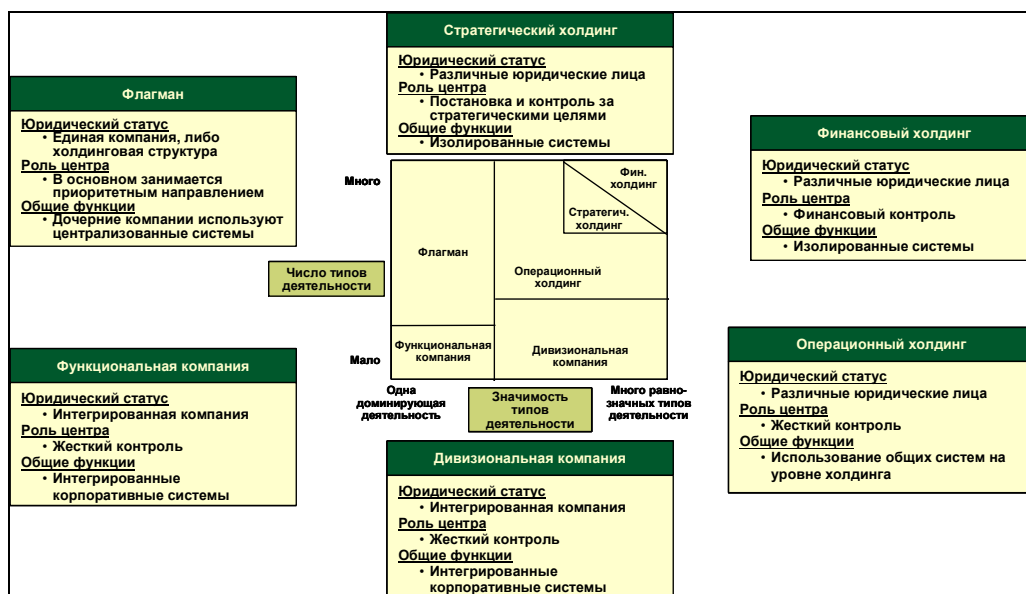
- ОАО «Ижсталь» – 25% + 1 акция, а также «золотая акция» принадлежат Министерству имущественных отношений Удмуртской Республики.
- ОАО «Белорецкий металлургический комбинат» – 319 акций, а также «золотая акция» принадлежат Министерству имущественных отношений Республики Башкортостан.
- ОАО «Торговый порт Посыет» – 13,39% непропорционально распределены между Комитетом по управлению муниципальным имуществом г.Владивостока и РФФИ.

Таким образом, не имеет смысла объединять активы, способные привести за собой «засланного казачка» в лице двух-трех представителей государства. Тем более устав ОАО «Стальная группа «Мечел» не рассматривает представителей государства в виде независимых директоров. В итоге это подразумевает в теории, что влияние основных акционеров в Совете директоров может понизиться до очень низкого уровня.

Организационная модель

Практика показывает, что единая компания не единственный вариант существования металлургических компаний. Особенно это касается тех компаний, которые имеют большое количество точек соприкосновения с рынком, т.е. поставляют сторонним потребителям, например, и руду, и уголь, и металлопродукцию, и легирующие добавки.

Рисунок 2. Организационные модели стальных компаний

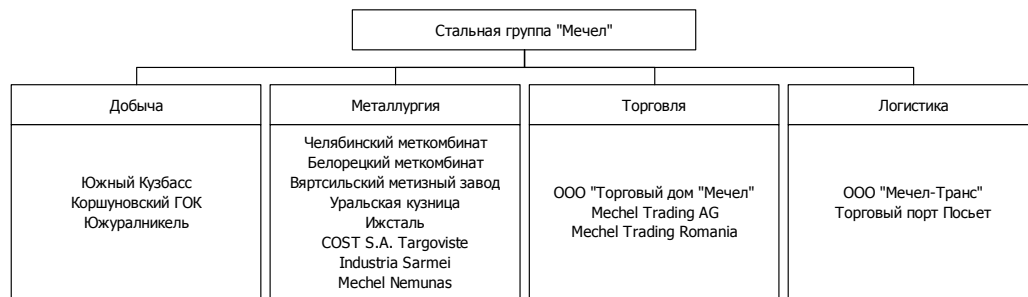


Источник: The Boston Consulting Group

Упрощенно, юридическая целостность компании зависит от двух переменных – числа и значимости типов деятельности (Рисунок 2). Те подразделения, которые могут работать на внешний рынок и имеют большое влияние на финансовое состояние компании в целом, остаются самостоятельными единицами в виде отдельных юридических лиц.

В настоящее время в Стальной группе «Мечел» просматриваются четыре вида деятельности – горнодобывающая, металлургическая, сбытовая и логистика (Рисунок 3). Если первые два вида можно идентифицировать однозначно, то третий важен в силу того, что на него приходится $\frac{1}{3}$ всех чистых активов Группы и способен как сетевой механизм пропускать через себя не только продукцию Группы, но и тех предприятий, которыми Группа только управляет. Примером может служить передача полномочий единоличного исполнительного органа ОАО ММЗ «Серп и молот» управляющей компании ООО «Мечел-Инвест».

Рисунок 3. Виды деятельности Стальной группы «Мечел»



Источник: данные Стальной группы «Мечел», анализ автора

Четвертый вид деятельности еще не совсем выстроен, хотя очень перспективен. Группа развивается и наращивает свой потенциал. Новые активы не отличаются территориальной близостью к ядру Группы. В итоге растут материальные потоки Группы и по массе и по протяженности, и на первое место выходит управление этими потоками.

Скорее всего, основная компетенция Группы не сместится с добычи и производства в логистику, однако перевозка и транспортные услуги могут стать важной составной частью рыночного предложения Группы. Тем более имеются подобные примеры.

Бразильская компания CVRD является мировым лидером в поставках железорудного сырья. Она также является лидером в Бразилии по предоставлению логистических услуг. По итогам 2003г. эти услуги принесли компании 11% консолидированной выручки или \$600 млн. Компания оперирует в железнодорожном транспорте (возобновляемые 30-летние концессии и участие в капитале), портах и терминалах, морских перевозках (сухогрузы, контейнеровозы).

Таким образом, на наш взгляд, Стальная группа «Мечел» выберет модель холдинговой структуры, при которой различные юридические лица сохраняют свою независимость. Поэтому **вероятность консолидации активов Стальной группы «Мечел», влекущую переход на единую акцию, в свете вышеизложенного очень низка.**

Однако ситуация может кардинально измениться при усилении рисков, связанных как с действиями миноритарных акционеров дочерних предприятий (включая претензии по сделкам с заинтересованностью и трансфертному ценообразованию), так и с претензиями со стороны налоговых органов в части трансфертного ценообразования и вывода налогооблагаемой базы в другие регионы.

В этом случае под давлением заинтересованных сторон Стальная группа «Мечел» может быть вынуждена перейти на единую акцию. Однако для запуска процедуры реорганизации должно быть организовано давление соответствующей силы.

Игры с миноритариями

В преддверии IPO вспомним как Стальная группа «Мечел» обходится со своими миноритарными инвесторами. Можно отметить как минимум два прецедента негативного отношения Группы к миноритариям. Представленные ниже случаи относятся к ОАО «Ижсталь» и ОАО «Белорецкий металлургический комбинат».

Вопросы взаимоотношений Стальной группы «Мечел» и миноритарных акционеров в случае с Белорецким комбинатом заслуживает более широкого изложения. Связано это с тем, что отношения сторон имеют более тесный характер, так как в лице миноритариев были работники комбината.

«Ижсталь»

ОАО «Ижсталь» занимает существенную долю на рынке сортового проката из быстрорежущей, нержавеющей и инструментальной стали, а также штамповок и поковок. Производственная мощность предприятия составляет около 1,1 млн. тонн стали, 1 млн. тонн проката, 38 тыс. тонн метизов, 17 тыс. тонн штамповок. В 2003г. предприятие произвело около 427 тыс. тонн нерафинированной стали.

Еще в начале весны 2004г. «Ижсталь» была единственным значимым металлургическим предприятием, контроль над которым в лице правительства Удмуртии сохраняло государство. Однако в середине мая Удмуртия продала на аукционе 28% акций ОАО «Ижсталь», из которых 26,9% акций приобрела Стальная группа «Мечел». Каждая акция «Ижстали» обошлась Группе в \$59,83 за шт.

20 мая 2004 г. Стальная группа Мечел» объявил о том, что довела свой пакет акций ОАО «Ижсталь» до 58,35% от уставного капитала завода.

В конце июня 2004г. Группа разослала акционерам «Ижстали» письмо, в котором предлагалось продать принадлежащие им акции комбината по цене \$24,36 за шт. В то же время инвестиционные компании г.Ижевска скупали акции ОАО «Ижсталь» почти в два раза большей цене в \$40-\$45 за шт.

На 30 июня 2004г. Стальная группа Мечел» довела свой пакет акций в ОАО «Ижсталь» до 60,75% от уставного капитала завода.

«Белорецкий металлургический комбинат»

ОАО «БМК» специализируется на выпуске катанки и широкой гаммы метизных изделий, изготавливает микропроволоку, ленты и элементы часовых механизмов из нержавеющей и прецизионных сплавов различного назначения. По итогам 2003г. комбинат занимает третье место в отрасли и выпускает около 12% всей метизной продукции в России.

В 1995г. работники ОАО «БМК» решили объединить свои усилия и создали ЗАО «БМК-Инвест», внося в его уставный капитал свои акции металлургического комбината. Основной целью создания ЗАО «БМК-Инвест» являлось сохранение и управление значительным пакетом акций ОАО «БМК» в интересах учредителей, т.е. работников комбината. Всего было внесено 2 470 592 акций, что составляло 30,77% от уставного капитала ОАО «БМК».

Уставный капитал ЗАО «БМК-Инвест» был разбит на 2 470 592 обыкновенные акции. *При этом важно отметить, что при учреждении на 1 обыкновенную акцию ЗАО «БМК-Инвест» приходилась 1 обыкновенная акция ОАО «БМК».*

ЗАО «БМК-Инвест» не получало дивидендов от ОАО «БМК» и единственным источником его существования была посредническая деятельность. Времена были тяжелые, посредническая деятельность большого дохода не приносила. Соответственно платить дивиденды было не из чего. Акционеры общества в свою очередь не получали доход на вложенные в акции средства. Единственным способом

для акционеров получить какой-либо доход являлась продажа акций. Этим активно пользовался менеджмент ЗАО «БМК-Инвест», который на начало 2003г. консолидировал на балансе общества собственных акций на 115 тыс. руб.

На балансе ЗАО «БМК-Инвест» акции ОАО «БМК» с момента учреждения до начала 2000г. оценивались по номиналу 1 руб. В начале 2000г. была произведена переоценка этих акций, в ходе которой балансовая стоимость акций была увеличена с 1 руб. до 72,81 руб.

Однако в начале 2001г. операция по переоценке акций ОАО «БМК» была признана как отраженная не верно на счетах бухгалтерского учета, и поэтому была ликвидирована. Соответственно акции ОАО «БМК» на балансе снова стали оцениваться по номиналу, а $\frac{3}{4}$ активов ЗАО «БМК-Инвест» испарилось из бухгалтерского учета.

Поглощение комбината

До 2001г. структура акционеров ОАО «БМК» оставалась относительно стабильной. В собственности Республики Башкортостан в лице Министерства имущественных отношений находилось 29,08% от уставного капитала комбината, а ЗАО «БМК-Инвест» как и прежде принадлежало 30,77%. Большая часть остальных акций находилась у структур «Башкредитбанка».

Однако весной-летом 2001г. начинал формироваться новый холдинг – Стальная группа «Мечел», который интересовался в частности активами ОАО «Мечел» и ОАО «Белорецкий металлургический комбинат».

Летом 2001г. ООО «Углемет-М» при содействии «Башкредитбанка» стало владельцем 19,9% ОАО «БМК». ООО «Углемет-М» на 100% принадлежало структурам ОАО «УК «Южный Кузбасс».

Не остался незамеченным и такой крупный акционер комбината как ЗАО «БМК-Инвест». Так же летом 2001г. ЗАО «БМК-Инвест» продало ОАО «Мечел» 5% от уставного капитала ОАО «БМК». До этой сделки ОАО «Мечел» уже владело 4,68% комбината.

С осени 2001г. на основании договора доверительного управления ООО «Мечел-Инвест» управляло частью пакета Республики Башкортостан. Обществу были переданы в управление привилегированные акции в количестве 24,08% от уставного капитала. ООО «Мечел-Инвест» на 100% принадлежало ОАО «Мечел».

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

В итоге к началу 2003г. в собственности и под управлением структур Стальной группы «Мечел» находилось 68,68% от уставного капитала ОАО «БМК». Другими крупными акционерами оставались два лица – Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан (5%) и ЗАО «БМК-Инвест» (10,77%).

Осенью 2003г. Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан решило продать свой пакет в ОАО «БМК». На проведенном спецаукционе республиканский пакет почти в полном размере был выкуплен структурами Стальной группы «Мечел». В собственности Республики Башкортостан после спецаукциона осталось 319 обыкновенных акций комбината, а также «золотая акция» – специальное право на участие в органах управления общества с бессрочным периодом действия.

Соответственно, к весне 2004г. у ОАО «БМК» осталось только три влиятельных акционера. Это ОАО «Стальная группа «Мечел», владеющая 80,52% от уставного капитала, ЗАО «БМК-Инвест» – 10,77% и Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан с «золотой акцией».

Дальнейшие шаги Стальной группы «Мечел» по консолидации акций Белорецкого меткомбината были направлены на поглощение уже самого ЗАО «БМК-Инвест».

Еще летом 2003г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение увеличить уставный капитал общества в четыре раза путем размещения дополнительно 7 411 408 шт. обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 руб. Способом размещения была принята закрытая подписка. Цена размещения – 1 руб. за одну акцию.

Примечательно, что на этом собрании при наличии 12,5 тыс. акционеров зарегистрировались 224 акционера и их полномочных представителя, которые в совокупности обладали 53,05% от общего числа голосующих акций, принятых к определению кворума. Из этого количества по вопросу увеличения уставного капитала голосовали «За» – 84,65% принимавших участие в собрании, «Против» – 6,06%, «Воздержалось» – 4,35.%

В марте 2004г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение одобрить сделку по приобретению Белорецким меткомбинатом путем закрытой подписки 7 371 370 обыкновенных акций ЗАО «БМК-Инвест». В результате ОАО «БМК» стало владельцем более ¾ голосов в ЗАО «БМК-Инвест» (см. Рисунок 4).

Также примечательно то, что на этом собрании при все тех же 12,5 тыс. акционерах зарегистрировались 229 акционеров и их полномочных представителей, которые в совокупности обладали 62,29% от общего числа голосующих акций, принятых к определению кворума. Из этого количества по вопросу об одобрении сделки по приобретению акций ЗАО путем закрытой подписки Белорецким комбинатом голосовали «За» – 86,89% принимавших участие в собрании, «Против» – 3,61%, «Воздержалось» – 4,36%

Рисунок 4. Основные акционерные взаимосвязи у ОАО «БМК» на 30 июня 2004г.



Последствия поглощения комбината

Основным последствием поглощения ОАО «БМК» структурами Стальной группы «Мечел» для акционеров ЗАО «БМК-Инвест» явился крупный денежный поток от продажи акций комбината.

По результатам 2001г. этот денежный дождь обеспечил 81% чистой прибыли ЗАО «БМК-Инвест», а в 2002г. – уже 96% чистой прибыли. В итоге на начало 2003г. на банковских счетах ЗАО «БМК-Инвест» скопилось более 16 млн. руб., что составляло 27% от его чистых активов.

Рост чистой прибыли объясняется тем, что акции комбината на балансе ЗАО «БМК-Инвест» оценивались по номинальной стоимости, а продавались по рыночной цене. Ну, или почти по рыночной. В 2001г. цена продажи 1 акции составляла 72,81 руб., в 2002г. – 33,23 руб. При этом у других продавцов структуры Стальной группы «Мечел» приобретали акции комбината по цене 55-150 руб. за акцию в зависимости от размера покупаемого пакета.

По логике последствия поглощения должны были материализоваться для акционеров ЗАО «БМК-Инвест» в крупнейшие дивидендные выплаты. Ведь продавались то именно их акции комбината. Однако менеджмент общества распорядился иначе, предложив собранию акционеров собственное видение на раздел прибыли.

Весной 2002г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение выплатить по итогам 2001г. дивиденды из расчета 30 копеек на 1 акцию, что составило бы 3,4% от годовой чистой прибыли. На собрании возник вопрос – почему размер дивиденда составляет 30 коп на одну акцию? Прочитируем ответ начальника Управления акционерной собственности ЗАО «БМК-Инвест»: *«У общества имеется нераспределенная прибыль и возникает право на выплату дивидендов. Когда возникает вопрос выплаты дивидендов, то сразу возникает первый вопрос о размере дивидендов. Наблюдательный совет при принятии решения исходил из простого подсчета: сколько бы заработал человек (физическое или юридическое лицо), если бы положил деньги в банк на депозит. В банках ставка пользования заемными средствами разная: есть банки, которые платят от 8 до 11% годовых. Крупные банки, когда выдают средства под кредит или принимают под залог, устанавливают 15% годовых. Если бы акционеры «БМК-Инвест» купили не акции, а положили свои деньги в банк, то получили бы порядка 15-18% годовых. Окончательная цифра была определена из ставки при выдаче кредитов между коммерческими банками. Такая ставка равна 30%. Из этого определилась ставка дивидендов».*

Летом 2003г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение выплатить по итогам 2002г. дивиденды из расчета 1 руб. на 1 акцию, что составило бы 8% от годовой чистой прибыли.

Стоит отметить, что общее количество акционеров ЗАО «БМК-Инвест» перед собраниями 2002г. и 2003г. превышало 12 тыс. лиц.

Вопрос справедливости: как было

Российским законодательством не установлен жесткий порядок определения размера дивидендов по обыкновенным акциям. Например, Кодексом корпоративного поведения, применение которого рекомендовано ФКЦБ РФ, предлагается самостоятельно формулировать конкретные правила определения дивидендов по акциям таких типов.

Соответственно в силу своей компетенции менеджмент сам по себе определяет размер дивидендов. В случае с ЗАО «БМК-Инвест» под «ставкой дивидендов» подразумевалась дивидендная доходность, которая рассчитывается как частное от деления дивиденда на цену акции. Тогда логика определения размера дивиденда ясна: цена акции (в данном случае номинал акции, 1 руб.) умножается на выведенную в ходе рассуждений ставку дивидендной доходности (в данном случае 30%), поэтому получается 30 коп.

Однако отождествление номинала акции с ее ценой в данном случае принципиально неверно. Номинал акции в денежных единицах 1995г. в 2002г. уже не отвечал современным экономическим реалиям. Из-за одной только потребительской инфляции 1 руб. 1995г. по итогам 2001г. должен был стоить около 5 руб. Поэтому в качестве знаменателя в формуле дивидендной доходности следовало использовать наиболее близкий к значению рыночной цены акции ЗАО «БМК-Инвест» показатель – цену акции ОАО «БМК». Как уже отмечалось при учреждении ЗАО «БМК-Инвест» на 1 обыкновенную акцию ЗАО «БМК-Инвест» приходилась 1 обыкновенная акция ОАО «БМК». Тогда теоретически стоимость 1 акции ЗАО «БМК-Инвест» приблизительно должна была быть *равна* стоимости 1 акции ОАО «БМК».

Соответственно при изменении подхода к определению цены акции изменился бы и подход менеджеров к формированию ставки дивидендной доходности, и ее значение приблизилось бы к рыночным реалиям, составляющим на тот момент 1-5%. Таким

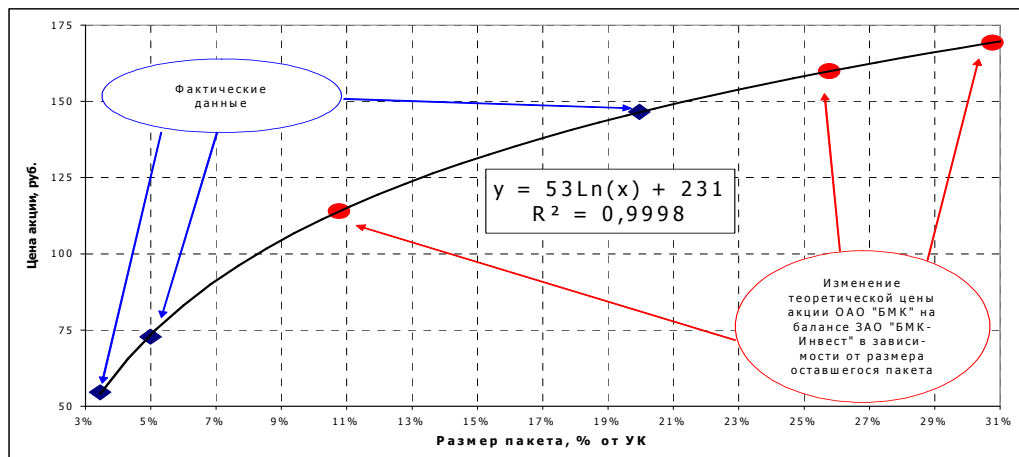
образом, получается, что акционерам ЗАО «БМК-Инвест» недоплатили значительную часть причитающегося им дохода.

Вопрос справедливости: как надо

Попытаемся определить, что же все-таки должны были получить акционеры ОАО «БМК-Инвест». По нашему мнению, в пользу акционеров должна была быть распределена вся полученная от продажи акций ОАО «БМК» чистая прибыль. Даже если она составляет по итогам года 96% всей чистой прибыли общества. Источник этой прибыли является невозвращаемым, поэтому распределение всей этой прибыли среди акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было бы наиболее честным актом по отношению к ним. Тогда дивидендные выплаты в расчете на акцию должны были вырасти с 0,3 руб. до 7 руб. по итогам 2001г. и с 1 руб. до 12 руб. по итогам 2002г.

Ради расчета дивидендной доходности определим цену акции ОАО «БМК» как цену акций ЗАО «БМК-Инвест». В рамках рыночного подхода к оценке по данным сделок купли-продажи акций ОАО «БМК» построим зависимость цены акции от размера продаваемого пакета (см. Рисунок 5).

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



После продажи в 2001г. 5%-пакета на балансе ЗАО «БМК-Инвест» еще оставалось 25,77% от уставного капитала ОАО «БМК». Оставшийся пакет, исходя из полученного регрессионного уравнения, можно примерно оценить в 160 руб. за акцию. Соответственно такая же цена должна быть и у акций ЗАО «БМК-Инвест». Тогда дивидендная доходность по итогам 2001г. составила бы 4,5%.

В 2002г. был продан еще 15%-пакет, после чего на балансе ЗАО «БМК-Инвест» оставалось 10,77% от уставного капитала ОАО «БМК». Оставшийся пакет, исходя из полученной зависимости, можно примерно оценить в 114 руб. за акцию. Опять же аналогичная цена должна быть и у акций ЗАО «БМК-Инвест». Тогда дивидендная доходность по итогам 2002г. составила бы 10,5%.

Таблица 8. Расчет дивидендов ЗАО «БМК-Инвест» по итогам 2001-2002гг.

Показатели	2001		2002	
	Факт	Альтернатива	Факт	Альтернатива
Стоимость акции, руб.	1	160	1	114
Дивидендная доходность	30,0%	4,5%	100,0%	10,5%
Размер дивиденда на акцию, руб.	0,3	7,2	1,0	12,0
Количество акций в УК, шт.	2 470 592	2 470 592	2 470 592	2 470 592
Общая сумма дивидендов, руб.	741 178	17 889 508	2 470 592	29 533 718
Чистая прибыль, руб.	21 973 950	21 973 950	30 728 760	30 728 760
Доля распределенной прибыли	3,4%	81,4%	8,0%	96,1%

Таким образом, по итогам 2001-2002гг. повторялась одна и та же ситуация, когда дивиденды по акциям ЗАО «БМК-Инвест» были определены как минимум на порядок ниже тех, что реально следовало бы заплатить акционерам.

Частично исправить ситуацию с выплатами может принятое в марте 2004г. годовым собранием акционеров ЗАО «БМК-Инвест» решение о размере дивидендов по итогам 2003г. из расчета 1 руб. на акцию. Общая сумма дивидендных выплат превысит чистую прибыль 2003г. в три раза.

Полное исправление ошибок

Трудно сказать, была ли это неразумная и непостижимая последовательность событий и поступков менеджмента по отношению к акционерам общества predetermined или ее можно было избежать. Однако, возможно, еще не все потеряно, и на кое-что трудовой коллектив еще может надеяться.

Дело в том, что у акционеров ЗАО «БМК-Инвест» сохраняется реальная возможность избавиться от акций этого общества, хотя, возможно, и с минимальной материальной компенсацией. Существует как минимум два варианта.

Во-первых, продать акции ЗАО «БМК-Инвест» Белоречкому меткомбинату. Так согласно п.2 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрело 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров-владельцев обыкновенных акций более 1000 с учетом количества принадлежащих ему акций, в течение 30 дней с даты приобретения обязано предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества по рыночной цене.

Таким образом, ОАО «БМК» как лицо, которое приобрело более 75% уставного капитала ЗАО «БМК-Инвест», обязано предложить остальным акционерам продать ему их акции. У ЗАО «БМК-Инвест» на конец марта 2004г. количество акционеров составляло 12,5 тыс. лиц. Однако, скорее всего, ОАО «БМК» освободят от этого обязательства те акционеры, которые, или за которых, проголосовали за закрытую подписку в пользу ОАО «БМК».

Остается надеяться только на добрую волю менеджмента Стальной группы «Мечел», структурным подразделением которой является Белоречкий комбинат. В этом случае менеджменту выпадает последний реальный шанс материализовать свою заботу о коллективе Группы в рамках данного эпизода.

Во-вторых, получить денежные средства в ходе ликвидации ЗАО «БМК-Инвест». Добровольная ликвидация общества в соответствии с уставом ЗАО «БМК-Инвест» относится к компетенции собрания акционеров. Собрание может решить, что достижение обществом цели, ради которой оно создано, невозможно, так как в настоящее время оставшийся на балансе ЗАО «БМК-Инвест» пакет акций ОАО «БМК» позволит выдвинуть в совет директоров комбината только одного представителя трудового коллектива, а не трех как ранее. А этого недостаточно для эффективной работы представительского органа. Соответственно имеет смысл имущество общества распродать, а полученные денежные средства после удовлетворения требований кредиторов распределить между акционерами.

Инициация ликвидации особенно актуальна в свете того, что менеджмент ЗАО «БМК-Инвест» уже начал искать новые направления вложения средств. Например, предполагается увеличить объемы торговли товарами народного потребления. Для этого уже получена лицензия на работу с алкогольной продукцией, приобретены торговые площади для открытия магазина. Таким образом, оставаясь у руля общества, менеджмент продолжает распоряжаться средствами акционеров по своему усмотрению.

Игры в IPO

Вслед за появлением новой частной компании Стальной группы «Мечел», наступила пора ожидания ее выхода на рынок с первичным предложением акций. В настоящее время можно выделить несколько признаков надвигающегося IPO:

- 1) Мечта основателей.
- 2) Пополнение Совета директоров.
- 3) Пополнение команды менеджеров.
- 4) Эмиссия акций.
- 5) Потребность в финансировании.

Мечта основателей

Желание основателей видеть рыночную оценку своих активов наравне с удовлетворением потребности в финансировании, на наш взгляд, является основной движущей силой на пути эмитентов к IPO.

Основателями Стальной группы являются два человека – Зюзин И.В. и Йорих В.Ф. По раскрытым данным, под прямым и косвенным контролем первого из них находится около половины капитала Группы, а второго – около трети.

Таблица 9. Владельцы Стальной группы «Мечел» на 30.06.2004г.

Акционеры / бенефициары	Напрямую	Conares Holding AG			ООО "МетХол"			Mechel Trading AG			Итого
		доля в СГМ	доли А/Б	доли А/Б в СГМ	доля в СГМ	доли А/Б	доли А/Б в СГМ	доля в СГМ	доли А/Б	доли А/Б в СГМ	
Зюзин И.В.	23,02%		50,00%	13,30%		100,00%	11,48%		47,80%	1,81%	49,61%
Йорих В.Ф.	17,93%	26,60%	50,00%	13,30%	11,48%			3,78%	31,23%	1,18%	32,41%
Britta Investments LTD	16,57%								16,57%	0,63%	17,20%
Итого раскрыто											99,21%

Источник: данные Стальной группы «Мечел», анализ автора

Первый раз мечта основателей об обладании публичной компанией материализовалась 9 апреля 2001г., когда в акции ОАО «УК «Южный Кузбасс» были включены в список ценных бумаг, допущенных к обращению на Фондовой бирже РТС. Это был первый и единственный случай в России вывода на биржу угольной компании.

8 января 2004г. акции этого эмитента были исключены из списка торговой системы. За период обращения акций на бирже объем торгов составил около \$385 тыс., всего было совершено 16 сделок.

Второй раз мечта основателей об обладании публичной компанией материализовалась 30 декабря 2003г., когда акции ОАО «Стальная группа «Мечел» были включены в список ценных бумаг, допущенных к обращению на Фондовой бирже РТС. За неполные девять месяцев объем торгов акциями на бирже составил около \$257 тыс., всего было совершено 22 сделок.

Пополнение Совета директоров

Приглашение мажоритарными акционерами в состав Совета директоров представителей «со стороны» из числа крупных бизнесменов, политических деятелей и ученых считается весьма позитивным действием, так как должно приводить к улучшению практики корпоративного управления и обогащению компании опытом независимых директоров. Однако при этом не стоит забывать, что независимые директора зачастую выполняют ритуальную роль, а окончательное слово всегда остается за владельцами контрольного пакета акций.

По уставу ОАО «Стальная группа «Мечел» с изменениями и дополнениями от 09.07.2004г., количественный состав Совета директоров составляет 9 человек, из них не менее $\frac{1}{3}$ избранного состава должны быть из числа независимых директоров.

На Собрании акционеров 24.06.2004г. были избраны шесть членов Совета директоров, из которых два члена являются независимыми.

На заседании Совета директоров 20.08.2004г. было принято решение созвать 14 октября 2004г. внеочередное общее собрание акционеров ОАО «Стальная группа Мечел». На собрании предполагается избрать еще трех директоров и довести количество выбранных членов совета директоров до уровня, утвержденного в уставе.

По данным газеты «Ведомости», среди кандидатов в директора советник премьер-министра Великобритании Тони Блэра по вопросам инвестиций в Россию Эндрю Вуд, председатель совета директоров британской телекоммуникационной компании WaveCrest Роджер Гейл и топ-менеджер Joy Mining Machinery UK Артур Дэвид Джонсон.

Таким образом, из девяти членов Совета директоров пять будут считаться независимыми.

Пополнение команды менеджеров

Успешное осуществление планов основателей напрямую зависит от собранной команды менеджмента. С самого начала построения Группы такие функциональные области как маркетинг, финансы, корпоративные дела наполнялись профессионалами со стороны.

В частности, директором департамента стратегического маркетинга ОАО «Стальная группа «Мечел» стал выходец из консультационной компании, работавший до прихода в Группу на топ-позициях в украинской компании «Днепроспецсталь».

Два старших вице-президента по финансам и по корпоративным делам (главный юрист) ОАО «Стальная группа Мечел» ранее занимались проектами по выводу акций российских компании (МТС и «Вимм-Билль-Данн») на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Также топ-менеджеры привели с собой линейных управленцев, с которыми ранее работали на прежних рабочих местах.

Эмиссия акций

23 января 2004г. на Внеочередном собрании акционеров ОАО «Стальная группа «Мечел» было принято решение увеличить уставный капитал путем размещения дополнительных обыкновенных акций по закрытой подписке.

29 апреля 2004г. ФКЦБ России зарегистрировала дополнительный выпуск 115 000 000 обыкновенных акций.

Дополнительные акции будут размещаться по закрытой подписке в пользу Deutsche Bank Trust Company Americas. Акции депонируются на счет номинального держателя ООО «Дойче Банк», назначенного компанией Deutsche Bank Trust Company Americas, для целей выпуска американских депозитарных расписок.

Датой окончания размещения акций дополнительного выпуска является та из нижеследующих трех дат, которая наступит ранее:

- i. дата размещения последней акции данного дополнительного выпуска;
- ii. дата, в которую от UBS AG или компании, указанной UBS AG, поступит письменное заявление в адрес Общества об отказе от приобретения АДР в

отношении неразмещенной на момент такого заявления части акций настоящего дополнительного выпуска;

- iii. дата, в которую истекает один год с даты государственной регистрации настоящего дополнительного выпуска акций.

09 сентября 2004г. Федеральная служба по финансовым рынкам выдало разрешение на допуск к обращению обыкновенных именных бездокументарных акций ОАО «Стальная группа «Мечел» за пределами Российской Федерации в количестве 199 187 634 шт.

После второго выпуска, общий объем акций с неизвестным конечным владельцем/бенефициаром может составить 36,3%.

Распределение 1-го выпуска на 30.06.2004г.

Зюзин И.В.	49,6%
Йорих В.Ф.	32,4%
Britta Investments LTD	17,2%
всего раскрыто	99,2%

Распределение УК после 2-го выпуска

Зюзин И.В.	38,2%	
Йорих В.Ф.	24,9%	
Britta Investments LTD	13,2%	36,3%
второй выпуск	23,1%	
всего раскрыто	99,4%	

Таким образом, второй выпуск на 115 млн. акций в общей структуре акционерного капитала составит 23,1%. Конвертации в ADR могут подвергнуться до 40,0% акций ОАО «Стальная группа «Мечел».

Потребность в финансировании.

Условия последних приобретений активов Стальной группой «Мечел» рисуют не самые радужные перспективы. В частности, создалось впечатление, что при покупке порта «Посьет» Стальная группа «Мечел» расплатилась с прежним владельцем порта компанией «СУЭК» бартерными поставками руды.

Нам видится развитие событий следующим образом.

За весь 2003г. Стальная группа «Мечел» поставила через ООО «Торговый дом «Мечел» на ММК 1,4 млн. тонн аглосырья, что составило 19% всех поставок на комбинат. Источником поставок был Коршуновский ГОК.

На конец 2003г. на балансе ОАО «СУЭК» числилось 68,7% от уставного капитала ОАО «Торговый порт «Посьет».

В начале 2004г. Стальная группа «Мечел» и ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» расторгли договор, по которому Группа поставляла магнитогорскому комбинату уголь и аглосырье. За выплавленную из этого сырья сталь ММК получал фиксированную плату, а сам металл передавался Стальной группе «Мечел».

26 марта 2004г. Стальная группа «Мечел» объявила о приобретении 80,2% акций ОАО «Торговый порт «Посьет» у ОАО «СУЭК» и других лиц.

В первом квартале 2004г. торговый дом Группы исчез из списка поставщиков ММК. Однако в списке появилось ОАО «СУЭК». Эта угольная компания вдруг собственноручно стала поставлять на комбинат аглосырье. За этот период СУЭК отгрузила 71 тыс. тонн, обеспечив почти 6% всех поставок комбината.

Во втором квартале 2004г., по нашему мнению, вместо ОАО «СУЭК» поставлять аглосырье на ММК стало ООО «Блиц». За этот период новый поставщик отгрузил 205 тыс. тонн, обеспечив 9% всех поставок комбината.

Таким образом, получается, что Стальная группа «Мечел» расплатилась за акции порта с ОАО «СУЭК» поставками железорудного концентрата. Объем поставок примерно по 70 тыс. тонн в месяц. Этот объем сбыта для Группы достаточно значим, так как обеспечивает примерно 20% от ежеквартального выпуска концентрата Коршуновским ГОКом. Стоимостное выражение поставок по данной сделке остается тайной.

Таблица 10. Значимость поставок на ММК для Стальной группы «Мечел»

Период	Поставки на ММК, тыс. тонн	Выпуск Коршуновским ГОКом, тыс. тонн	Доля поставок
1кв 2004	71	910	7,8%
2кв 2004	205	985	20,8%

Источник: отчеты эмитентов, анализ автора

Условия будущих приобретений Стальной группы «Мечел» также не сулят простых решений. Группа, в частности, является основным претендентом на покупку госпакета в ОАО «ММК». Стоимость всего госпакета оценивается нами на уровне \$680 млн. Однако в данной ситуации поставками сырья проблемы не решить. Возможно, именно поэтому Группа, прибегая к денежным средствам, оплатила акции порта железорудным концентратом.

Сценарии первичного размещения

Попробуем соединить собранную информацию и описать возможные сценарии первичного размещения. Ключевым моментом, на наш взгляд, является то, будет ли вторая эмиссия инструментом решения прошлых проблем или будущих.

Прошлые проблемы это неопределенность в отношении таких вопросов как почему Группа не заводит на материнскую компанию пакет в ОАО «ММК», использовался ли этот пакет полностью или частично как залог для получения финансирования при массивной скупке малопривлекательных активов.

Будущие проблемы это необходимость участия Группы в аукционе по продаже государственного пакета в ОАО «ММК». Без увеличения доли участия Группы в Магнитогорском комбинате текущий пакет может со временем значительно обесцениться.

Рассмотрим два сценария развития событий.

Первый сценарий

Первый сценарий подразумевает, что пакет акций ОАО «ММК» компании Fulwell Investments LTD полностью или частично находится в залоге, а на заемные средства, обеспеченные залогом, производилась скупка активов Группы.

Этот сценарий также подразумевает, что участвовать в аукционе по государственному пакету ОАО «ММК» Группа будет с помощью собственных средств и привлеченных через облигационный заем ОАО «Стальная группа «Мечел».

Тогда, в ходе размещения второго выпуска ОАО «Стальная группа «Мечел» в размере 23,1% от нового уставного капитала на открытом рынке может ничего **не появиться**. Размещенные акции в виде ADR вместе с пакетом Britta Investments LTD в 13,2% от нового уставного капитала будут использованы для освобождения акций ОАО «ММК» и дальнейшего их завода на баланс материнской компании – ОАО «Стальная группа «Мечел». Т.е. размещение будет частным и де-юре (в пользу номинального держателя), и де-факто (в пользу круга лиц, известного Группе заранее).

Возможно, пакет Britta Investments LTD также будет конвертирован в ADR, а сама форма депозитарных расписок будет своего рода инструментом страхования, позволяющего расширить круг потенциальных покупателей акций Группы.

Остаток от выделенной квоты на допуск к обращению за пределами России в размере 2-4% (если пакет Britta Investments LTD будет конвертирован в ADR) все же может быть размещен на рынке, однако это может произойти только за счет снижения участия текущих владельцев/бенефициаров.

При условии проведения аукциона по государственному пакету ОАО «ММК» в декабре 2004г. размещение ADR может состояться после подведения итогов аукциона, в феврале-марте 2005г. Но не позднее 29 апреля 2005г., когда истекает срок размещения акций дополнительного выпуска.

Приоткрыть завесу тайны реальности этого сценария может октябрьское Собрание акционеров ОАО «Стальная группа «Мечел», на котором изберут еще трех директоров. Возможно, новые директора будут связаны тем или иным образом с лицами, которым достанутся ADR в ходе частного размещения.

Второй сценарий

Второй сценарий подразумевает, что пакет акций ОАО «ММК» компании Fulwell Investments LTD свободен, а Группе требуются финансовые ресурсы только на участие в аукционе по государственному пакету ОАО «ММК».

Тогда, в ходе размещения второго выпуска ОАО «Стальная группа «Мечел» на открытом рынке может **появиться** до 23,1% от нового уставного капитала.

Однако для реализации этого сценария до даты размещения необходимо завести пакет акций ОАО «ММК» компании Fulwell Investments LTD на баланс ОАО «Стальная группа «Мечел». Это будет работать на адекватность оценки акций материнской компании при размещении.

Если аукцион будет проведен в декабре 2004г., то размещение ADR может состояться накануне объявления условий аукциона, в ноябре 2004г.

Заключение

В заключение представим наши ответы на заданные в начале отчета вопросы, касающихся Стальной Группы «Мечел»:

1) Как распределена стоимость среди дочерних компаний Группы?	Стоимость распределена очень неравномерно. Почти 40% чистых активов приходится на вложения в Магнитогорский металлургический комбинат. Около трети занимают торговые компании. Остаток приходится на производственные предприятия, безусловным лидером среди которых является «Мечел» (16% от всех чистых активов Группы).
2) На каких ценовых уровнях находятся акции юридических лиц Группы?	По ОАО «Мечел» – текущий уровень \$155 однозначно выше фундаментального: <ul style="list-style-type: none">▪ на основе нашего прогноза выше на 65%, цель – \$93,7.▪ на основе консенсус-прогноза выше на 23%, цель – \$126,1. По ОАО «Стальная группа «Мечел» – текущий уровень \$2,6 однозначно ниже фундаментального: <ul style="list-style-type: none">▪ на основе нашего прогноза ниже на 11%, цель – \$2,9.▪ на основе консенсус-прогноза – ниже на треть, цель – \$4,0.
3) Как Группа обходилась с миноритарными акционерами раньше, и как она будет относиться в будущем?	Прошлое показывает крайне пренебрежительный характер обращения Группы с миноритариями своих дочерних предприятий. Основные действия Группы заключаются в занижении стоимости акций предприятий и невыплате положенных дивидендов. В будущем, судя по примерам других компаний, стоит надеяться на улучшение ситуации.
4) Какова вероятность реорганизации дочерних предприятий Группы путем присоединения к материнской компании (т.н. переход на единую акцию)?	На наш взгляд, вероятность реорганизации всех дочерних предприятий Стальной группы «Мечел» очень низка. Связано это в первую очередь с разным финансовым состоянием дочек, участием в их капитале государства, выбираемой организационной моделью Группы. Однако ситуация может кардинально измениться при усилении давления со стороны как миноритарных акционеров дочерних предприятий, так налоговых органов.
5) Когда ожидать IPO материнской компании, и каковы его параметры?	Рассматриваются два базовых сценария. По первому сценарию в форме ADR будет размещено 2-4%, которое состоится в феврале-марте 2005г. По второму сценарию в форме ADR будет размещено до 23,1%. При этом размещение может состояться уже в ноябре 2004г.

© 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.