



Стальная радуга интриг

продажа государственного пакета ОАО «ММК»

22 декабря 2004г. будет подведен итог в приватизации большой металлургии. Именно в этот день состоится продажа государственного пакета акций ОАО «ММК» в размере 23,79% от всех голосующих акций.

Данный отчет подготовлен в преддверии продажи госпакета и призван прояснить некоторые моменты, касающиеся состояния дел на ОАО «ММК». Нам бы хотелось выделить следующие положения.

- У ОАО «ММК», помимо государства, имеется только два крупных акционера – менеджмент комбината и Стальная группа «Мечел». Именно эти стороны являются основными претендентами на госпакет, и именно с этими игроками будут заключаться основные союзы и объединения по выкупу госпакета.
- Третьей заинтересованной стороной является ОАО «НЛМК». Этот игрок является своего рода «темной лошадкой», которая способна как самостоятельно вырвать победу, так и помочь вытянуть нелегкий воз альянса.
- Государственный пакет будет продан единым лотом на открытом аукционе.
- Начальная цена продажи госпакета составляет \$0,790 млрд., или \$0,417 за одну обыкновенную акцию.
- Окончательная цена продажи ожидается на уровне \$1,14 млрд. или \$0,601 за одну обыкновенную акцию.

Содержание

Характеристика комбината	3
Условия продажи госпакета	6
Характеристика торгов	7
Крупнейшие акционеры.....	8
Федеральная собственность.....	9
Стальная группа «Мечел».....	10
Менеджмент ОАО «ММК».....	12
Участники аукциона.....	14
Менеджмент ОАО «ММК».....	15
Стальная группа «Мечел».....	16
Новолипецкий металлургический комбинат.....	17
Ценовые ориентиры.....	22
Ожидания на основе данных российского рынка.....	23
Ожидания на основе данных американского рынка.....	24
Ожидания на основе мнения участников торгов.....	25
Согласование ожидаемых оценок.....	26

Характеристика комбината

ОАО «ММК» является металлургическим предприятием полного цикла, выпускающим преимущественно плоский (листовой) прокат. По объему выпуска проката комбинат занимает 2-е место в России среди металлургических компаний. Первое место занимает компания «Евразхолдинг», объединяющая три комбината.

Производственные показатели ОАО «ММК» имеют хорошую динамику. Производство стали и готовой металлопродукции растут опережающими темпами относительно производства исходных материалов и полуфабрикатов.

В 2004г. Магнитка стала немного больше поставлять металлопродукции на внутренний рынок. Доля экспорта в продажах за 11 месяцев 2004г. составила 50,6% от общего объема сбыта против 52,7% за аналогичный период прошлого года.

Примерно 70% реализуемой на российском рынке продукции комбината поставляется непосредственно крупным заказчикам – трубным и машиностроительным заводам.

Таблица 1. Выпуск проката российскими комбинатами

	1999	2000	2001	2002	2003	CAGR
ЗСМК + КМК + НТМК	9 129	10 781	11 137	10 787	11 139	5,1%
Магнитогорский	7 915	8 892	9 011	9 661	10 077	6,2%
Новолипецкий	7 051	7 495	7 354	8 137	8 210	3,9%
Северсталь	7 840	8 272	8 067	8 596	8 749	2,8%
НОСТА	1 968	2 224	1 978	2 117	2 489	6,0%
Челябинский	2 095	2 762	2 979	2 900	2 884	8,3%

Таблица 2. Производственные показатели ОАО «ММК»

тыс. тонн	1999	2000	2001	2002	2003	2004-E	CAGR
Агломерат	8 218	8 625	9 118	9 336	10 000	10 364	4,7%
Кокс 6% влажности	4 690	5 002	4 918	5 188	5 553	5 876	4,6%
Чугун	7 731	8 467	8 662	9 264	9 766	9 709	4,7%
Сталь	8 839	10 014	10 343	11 009	11 475	11 345	5,1%
Товарная металлопродукция	7 682	8 678	9 011	9 667	10 073	10 184	5,8%

Таблица 3. Финансовые показатели ОАО «ММК»

млн. руб.	1999	2000	2001	2002	2003	2004-E	CAGR
Выручка	28 730	46 381	47 344	60 476	88 639	129 010	35,0%
Прибыль от продаж	8 790	13 630	7 987	12 963	29 102	42 847	37,3%
Чистая прибыль	5 019	7 211	6 067	3 099	20 371	31 246	44,2%
Активы	23 428	29 072	44 390	48 281	74 870	115 266	37,5%

В структуре себестоимости основную долю занимают затраты на сырье и материалы – 67,3%. Соответственно важнейшим факторов риска для ОАО «ММК» является отсутствие собственных источников сырья, что может привести к зависимости от крупных поставщиков железной руды и угля. Однако до последнего времени менеджменту Магнитки все же удавалось договариваться о приемлемых условиях сотрудничества.

Основным поставщиком железной руды на комбинат является Соколовско-Сарбайское ГПО (Казахстан). Доля поставок ССГПО плавно сократилось с 78% в 2000г. до 44% за 9 мес. 2004г.

В то же время увеличиваются поставки руды от других поставщиков.

В 2003г. почти 20% потребности в аглосырье закрывали поставки с Коршуновского ГОКа, владельцем которого является Стальная группа «Мечел». Однако в 2004г. пути Группы и ММК разошлись. Стороны не договорились об условиях поставки.

Поэтому еще более важную роль стали играть поставки с других ГОКов – Михайловского и Стойленского. Еще недавно эти предприятия имели одного владельца Группу «Металлоинвест».

В 2003г. эти ГОКи обеспечили 27,5% потребности в аглосырье. По итогам 9 мес. 2004г. эти два ГОКа закрыли почти 40% всей потребности.

Рисунок 1. Основные поставщики аглосырья на ОАО «ММК»

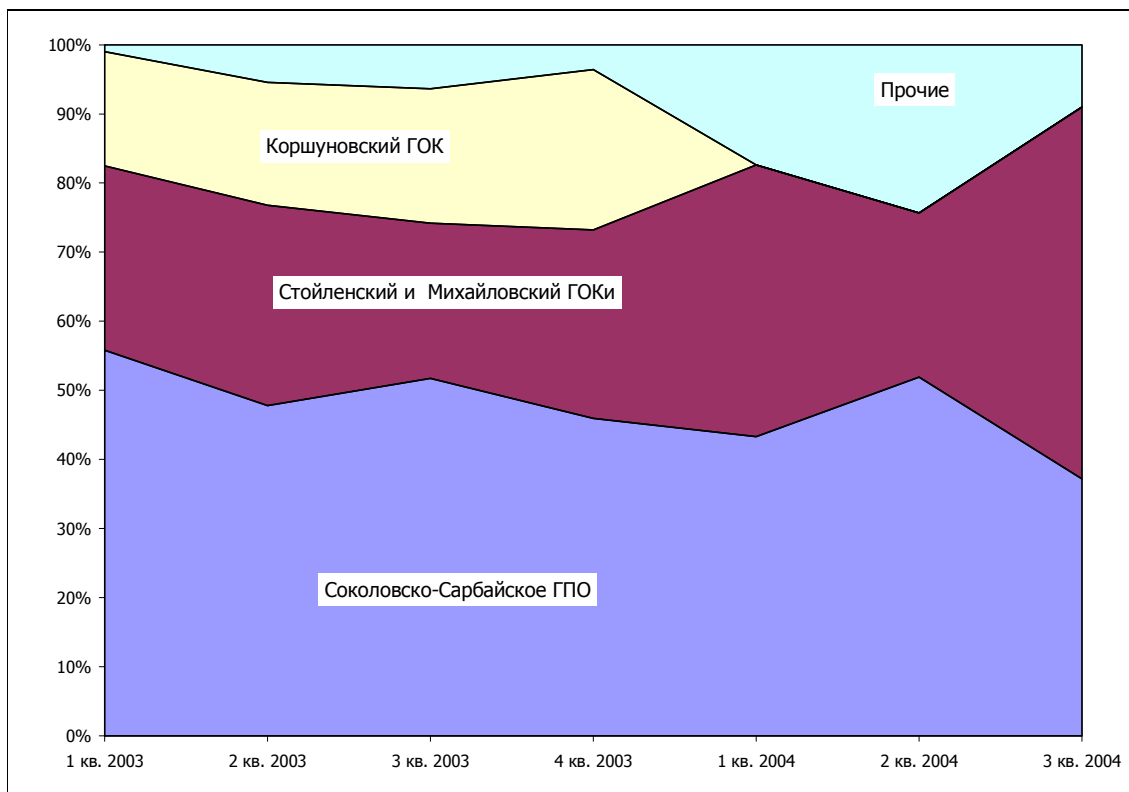
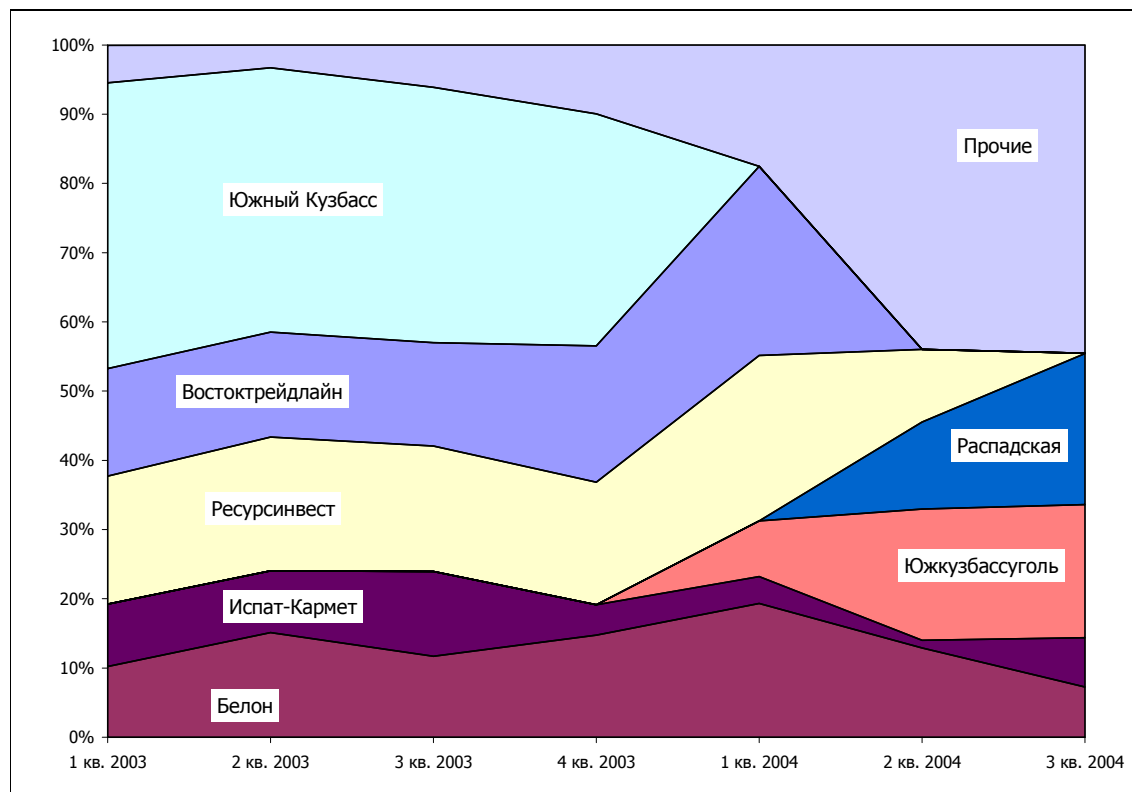


Рисунок 2. Основные поставщики угля на ОАО «ММК»

Поставки угля на ММК по сравнению с обеспечением аглосырьем имеют менее концентрированный характер.

В 2003г. крупнейшим поставщиком Магнитки являлись дочерние предприятия «Южного Кузбасса», который принадлежит Стальной группе «Мечел». Они обеспечили в 2003г. почти 38% всей потребности в угле.

По итогам 9 мес. 2004г. крупнейшим поставщиком угля на Магнитку являлся «Южкузбассуголь». На его долю пришлось только 16% всех поставок угля.



Условия продажи госпакета

Собственник выставляемых на торги акций – Российская Федерация в лице Специализированного государственного учреждения при Правительстве Российской Федерации «Российский фонд федерального имущества».

Организатор торгов (Продавец) – Российский фонд федерального имущества.

Форма торгов (способ приватизации) – аукцион, открытый по составу участников и по форме подачи предложений о цене имущества.

Дата начала приема заявок на участие в аукционе – 22 ноября 2004г.

Дата окончания приема заявок на участие в аукционе – 20 декабря 2004г.

Время и место приема заявок - по рабочим дням с 10.00 до 17.00 по московскому времени по адресу: г. Москва, Ленинский пр-т, д. 9.

Дата, время и место определения участников аукциона – 22 декабря 2004г. в 10.00 по московскому времени по адресу: г. Москва, Ленинский пр-т, д. 9.

Дата, время и место подведения итогов аукциона (дата проведения аукциона) – 22 декабря 2004г. в 12.00 по московскому времени по адресу: г. Москва, Ленинский пр-т, д. 9.

Общее количество, государственный регистрационный номер и категории выставляемых на аукцион акций – 1 897 078 800 обыкновенных именных акций в бездокументарной форме (государственный регистрационный номер - 1-03-00078-А от 5 ноября 2002г.), что составляет 17,84% от уставного капитала.

Общая номинальная стоимость акций – 1 897 078 800 руб.

Нормативная цена выставляемых на аукцион акций – 9 267 687 099 руб.

Начальная цена акций - эквивалент \$790 150 000.

Шаг аукциона (величина повышения начальной цены) - эквивалент \$2 000 000

Обременения акций отсутствуют.

Характеристика торгов

Госпакет акций ОАО «ММК» будет продан на аукционе, открытом по составу участников и по форме подачи предложений о цене имущества.

В соответствии с Постановлением Правительства РФ от 12 августа 2002г. №585, при проведении аукциона с подачей предложений о цене имущества в открытой форме участникам аукциона выдаются пронумерованные карточки участника аукциона. Аукционист оглашает наименование имущества, основные его характеристики, начальную цену продажи и «шаг аукциона». После этого участникам аукциона предлагается заявить начальную цену путем поднятия карточек. Далее участникам аукциона предлагает заявлять свои предложения по цене продажи, превышающей начальную цену.

Каждая последующая цена, превышающая предыдущую цену на «шаг аукциона», заявляется участниками аукциона путем поднятия карточек. Аукционист называет номер карточки участника аукциона, который первым заявил начальную или последующую цену, указывает на этого участника и объявляет заявленную цену как цену продажи.

Победителем аукциона признается участник, номер карточки которого и заявленная им цена были названы аукционистом последними.

Продажа государственного пакета акций ОАО «ММК» единым лотом может вызвать острую конкуренцию между потенциальными покупателями. Движущей силой конкуренции будет осознание факта, что продажа госпакета единым лотом, вероятно, будет последней возможностью крупного вхождения в акционерный капитал ОАО «ММК».

При открытой форме аукциона возможна коррекция стоимостных оценок по ходу действия. Соответственно оценки участников аукциона будут более реалистичны. Однако останется проблема **негласного объединения** участников аукциона, сводящая оценки участников к консервативным уровням. Поэтому государство может не добиться желаемого финансового результата.

Примерами подобных торгов являются аукцион по ОАО «Связьинвест» как образец негативного опыта победителей, а также аукцион по ОАО «Славнефть» как образец искусной победы.

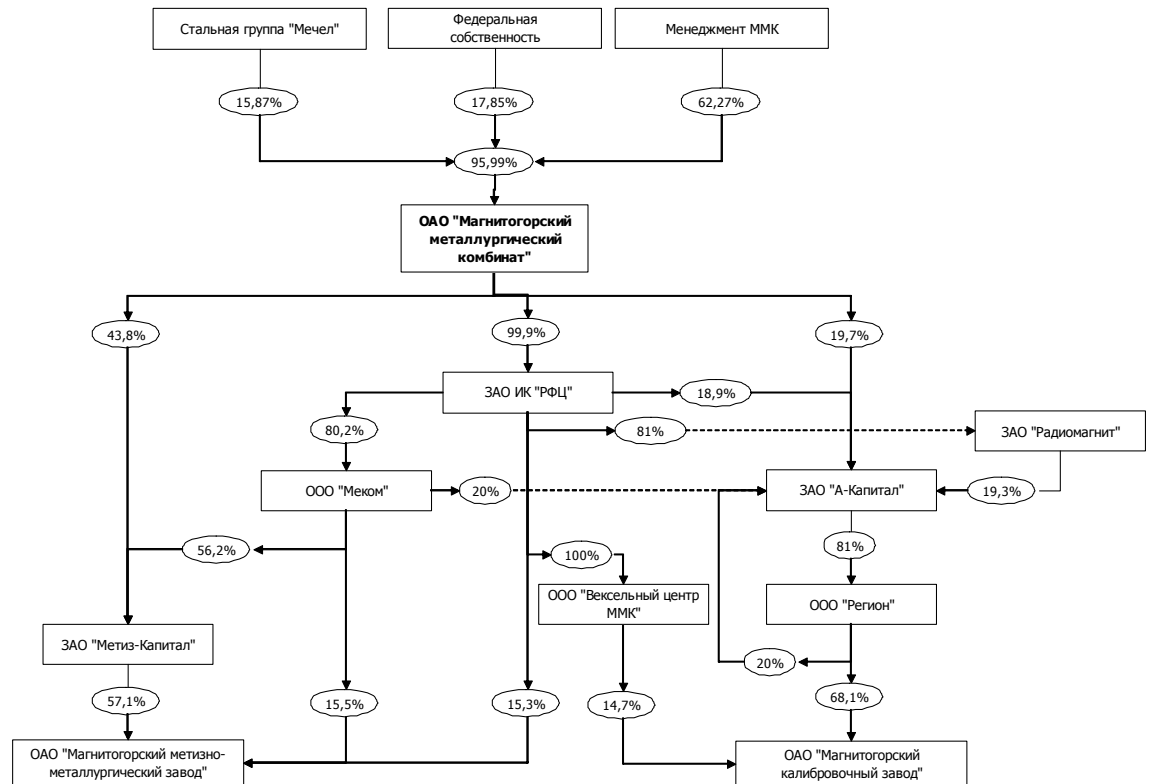
Крупнейшие акционеры

Структура акционеров ОАО «ММК» на уровне конкретных лиц является крайне непрозрачной. Большой массив акций прячется за номинальными держателями, доверительными управляющими и номинальными акционерами.

На уровне групп лиц среди акционеров выделяются три крупных игрока, которые на 01.11.2004г. суммарно контролируют 98,71% от всех голосов ОАО «ММК»:

- 1) Федеральная собственность – 23,79%
- 2) Стальная группа «Мечел» – 17,1%
- 3) Менеджмент ОАО «ММК» – 57,82%

Рисунок 3. Основные акционерные взаимосвязи ОАО «ММК» на ноябрь 2004г., % от УК



Федеральная собственность

По данным отчета* Счетной палаты РФ, в 2000г. пакет акций, находящийся в федеральной собственности, состоял из 1 578 507 акций, что составляло 17,82% от уставного капитала (23,72% от голосов). Это количество акций было распределено среди следующих государственных структур:

- Мингосимущество России – 1 576 115 акций;
- Российский фонд федерального имущества – 2 392 акции.

При этом в отчете Счетной палаты имеется оговорка о том, что по данным сотрудников ОАО «ММК» в федеральной собственности на самом деле находилось 1 580 899 акций (17,846% от уставного капитала, или 23,79% от голосов).

А распределение акции госпакета среди тех же государственных структур было следующим:

- Мингосимущество России – 1 578 507 акций;
- Российский фонд федерального имущества – 2 392 акций.

Объяснений по данному вопросу от регистратора ОАО «ММК» Счетная палата не добилась.

22 декабря 2004г. будет выставлено 1 897 078 800 акций, что с учетом дробления 1 к 1 200, произведенном в 2002г., эквивалентно 1 580 899 акций. Это количество ценных бумаг составит 23,79% от всех обыкновенных акций.

* Сводный отчет о результатах комплексной проверки финансово-хозяйственной деятельности ОАО «ММК». Счетная палата РФ. 2000г.
<http://www.ach.gov.ru/bulletins/2000/7-11.shtml>

Стальная группа «Мечел»

Доля Стальной группы «Мечел» в ОАО «ММК» составляет 15,87% от уставного капитала. Распределение акций по типам имеет следующий вид:

- 12,82% от уставного капитала (17,10% от АОИ) обыкновенные акции;
- 3,05% от уставного капитала (12,20% от АПИ) привилегированные акции.

На начало октября 2004г. пакет в 15,38% от уставного капитала ОАО «ММК» находился во владении Fulwell Investments LTD. Эта оффшорная компания включена в список аффилированных лиц ОАО «Стальная группа «Мечел».

В пакете компании Fulwell Investments LTD 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.

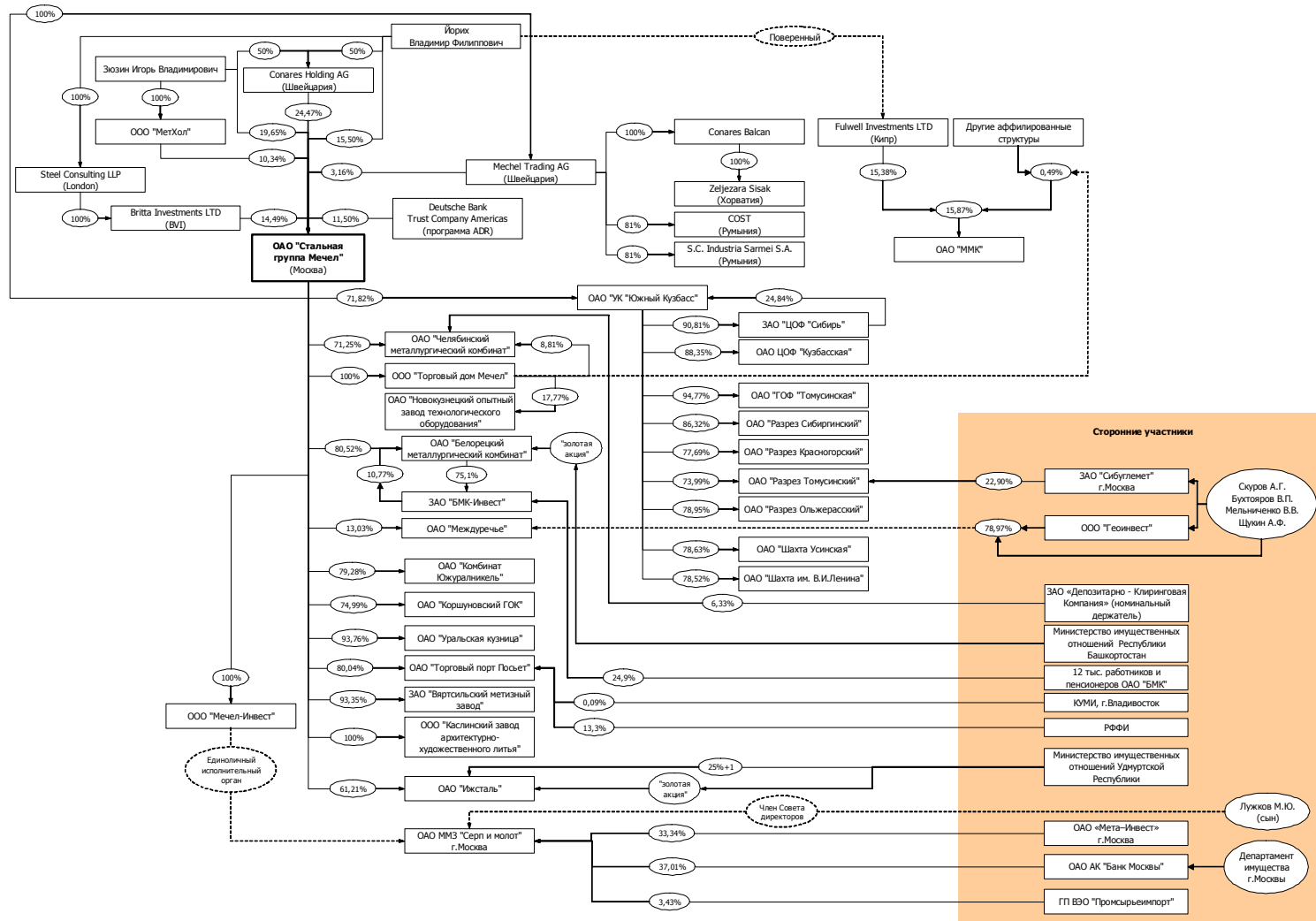
Остальные акции ОАО «ММК» из пакета Стальной группы «Мечел» расплелены среди ряда аффилированных компаний.

Например, на начало апреля 2004г. на балансе ООО «ТД «Мечел» числилось 0,23% от уставного капитала ОАО «ММК».

В дальнейшем Торговый дом не раскрывал количество приобретенных акций, однако сумма вложений неуклонно росла, составив 323 млн. руб. на начало октября 2004г. В отличие от материнской компании (ОАО «Стальная группа «Мечел») ООО «ТД «Мечел» ранее не был замечен в переоценке своих финансовых вложений.

Сумма вложений Торгового дома в акции ОАО «ММК» с рыночных позиций может показаться небольшой, однако с внутрикорпоративных позиций может быть существенной. Например, первая часть в размере 0,23% от уставного капитала ОАО «ММК» была заведена на баланс ООО «ТД «Мечел» по цене 1,3 руб. за акцию.

Рисунок 4. Основные акционерные взаимосвязи Стальной группы «Мечел» на ноябрь 2004г., % от УК



Менеджмент ОАО «ММК»

На конец 2003г. под контролем менеджмента ОАО «ММК» находилось 61,98% от уставного капитала, или 57,82% от голосов комбината.

Из этого количества в собственности структур, аффилированных с менеджментом комбината, находилось 25,54% от голосов.

По остальным акциям право голоса контролировалось посредством соглашения о доверительном управлении.

В 2004г. менеджмент продолжил программу «перетряски» своих акционеров ОАО «ММК». В итоге количество голосов, находящихся в собственности аффилированных компаний, неуклонно снижалось, достигнув всего 25% против максимального уровня 37,82% в конце 2001г.

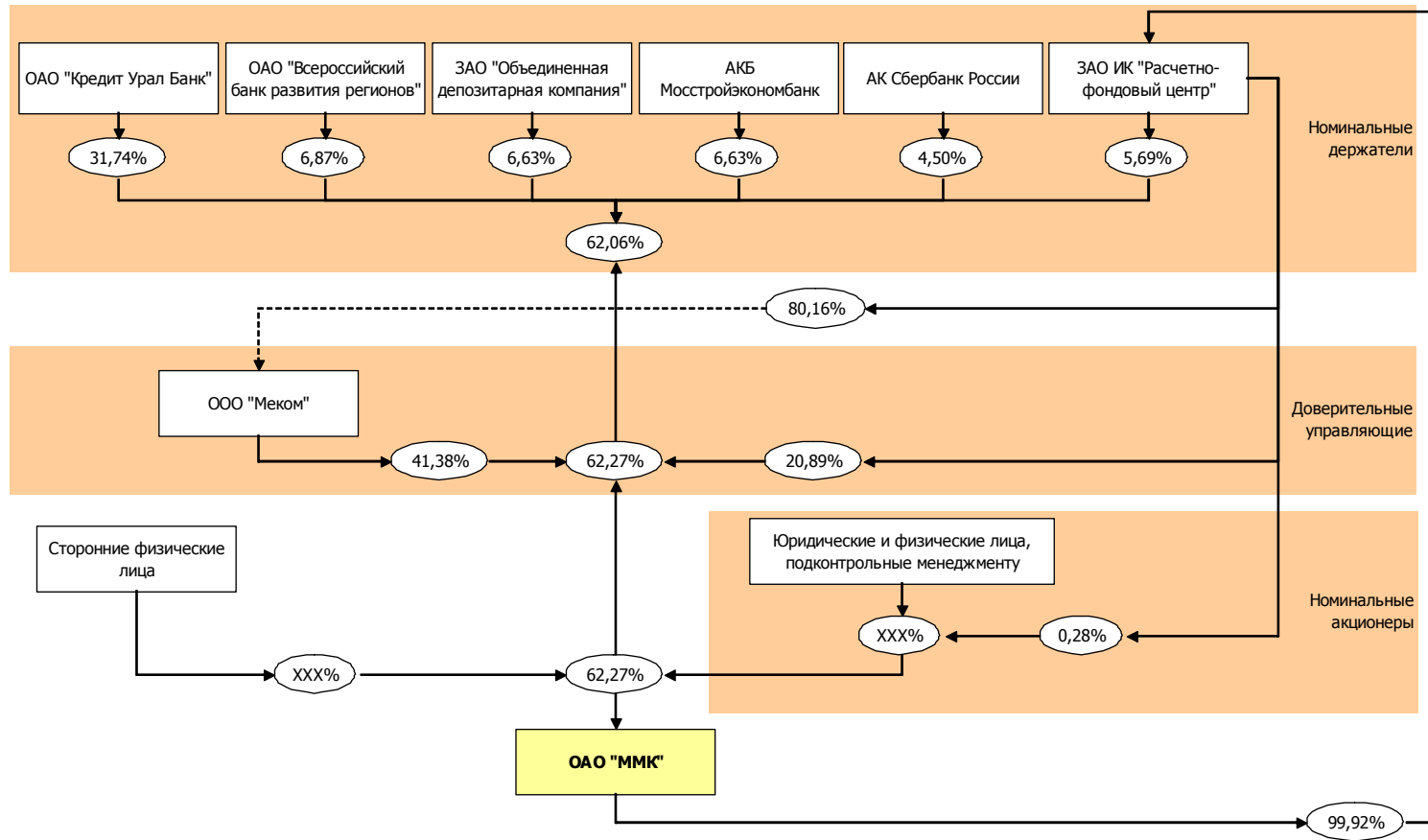
Таблица 4. Доля ОАО «ММК» под контролем менеджмента

	2000	2001	2002 после эмиссии	2003	2004 1 кв.
акций у Группы в собственности	шт.	шт.	тыс. шт.	тыс. шт.	тыс. шт.
обыкновенные	2 341 705	2 512 462	2 540 785	2 036 380	1 998 034
привилегированные	724 844	885 832	390 856	48 582	0
у Группы в доверительном управлении	шт.	шт.	тыс. шт.	тыс. шт.	тыс. шт.
обыкновенные	1 330 488	1 194 011	2 018 835	2 573 049	2 608 545
привилегированные	677 309	353 311	1 648 648	1 930 682	1 980 038
у Группы всего под контролем	шт.	шт.	тыс. шт.	тыс. шт.	тыс. шт.
всего	5 074 346	4 945 616	6 599 124	6 588 693	6 586 617
обыкновенные	3 672 193	3 706 473	4 559 620	4 609 429	4 606 579
привилегированные	1 402 153	1 239 143	2 039 504	1 979 264	1 980 038
УК ОАО "ММК"	шт.	шт.	тыс. шт.	тыс. шт.	тыс. шт.
обыкновенные	6 643 888	6 643 888	7 972 666	7 972 666	7 972 666
привилегированные	2 214 630	2 214 630	2 657 556	2 657 556	2 657 556
всего УК	8 858 518	8 858 518	10 630 222	10 630 222	10 630 222
Доля всех контролируемых акций					
от голосов	55,27%	55,79%	57,19%	57,82%	57,78%
от УК	57,28%	55,83%	62,08%	61,98%	61,96%
Голоса в собственности менеджмента	35,25%	37,82%	31,87%	25,54%	25,06%

Менеджмент Магнитки построил достаточно эффективную систему защиты конфиденциальности имен подконтрольных акционеров. Система представляет собой три уровня ширм из номинальных держателей, доверительных управляющих и номинальных акционеров, за которыми прячутся реальные акционеры.

На начало октября 2004г. в доверительном управлении двух фирм, подконтрольных менеджменту ОАО «ММК» – ООО «Меком» и ЗАО ИК «Расчетно-фондовый центр» находилось – 62,27% от уставного капитала, или 57,88% от голосов ОАО «ММК».

Рисунок 5. Уровни защиты конфиденциальности реальных акционеров ОАО «ММК», % от УК



Участники аукциона

Основными претендентами на участие в аукционе по продаже государственного пакета акций ОАО «ММК» являются две явно заинтересованные стороны. Это менеджмент ОАО «ММК» и Стальная группа «Мечел».

По данным Федеральной антимонопольной службы (ФАС), на конец ноября 2004г. в ФАС поступило 10 заявок на приобретение госпакета ОАО «ММК». Из этого количества заявок:

- четыре от менеджмента ОАО «ММК», в том числе от ЗАО ИК «Расчетно-фондовый центр»;
- три от структур Стальной группы «Мечела», в том числе от ОАО «Стальная группа «Мечел», ООО «Торговый дом «Мечел» и ОАО «Тульская инвестиционная компания»;
- одна от ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат»;
- две от неизвестных структур.

Менеджмент ОАО «ММК»

Менеджмент ОАО «ММК» является основным претендентом на государственный пакет. По имеющимся данным у менеджмента в собственности уже находится 37,82% голосов. Всего под контролем у менеджмента сосредоточено 57,88% голосов.

Подталкивать к покупке госпакета менеджмент комбината должны два обстоятельства. Во-первых, осознание высоких рисков владения пакетами, ранее находившимися у ОАО «ЦК ФПГ «Магнитогорская сталь» и «Инкомбанка».

Во-вторых, наличие явно нерыночных условий в договорах доверительного управления акциями физических лиц (в основном работников ОАО «ММК»).

В случае единоличной победы менеджмента ОАО «ММК» в его собственности окажется 61,61% голосов, а всего под контролем сосредоточится 81,67% голосов.

Стальная группа «Мечел»

Стальная группа «Мечел» также является основным претендентом на государственный пакет. Группа уже владеет 17,1% голосующих акций в ОАО «ММК». Госпакет поможет довести долю Группы почти до 40%. Этот размер доли уже поможет Стальной группе «Мечел» усилить влияние на менеджмент ОАО «ММК» в части закупок комбинатом угля и руды Группы по нужным ценам.

В случае победы на аукционе менеджмента комбината пакет Стальной группы «Мечел» способен и вóвсе обесцениться. Менеджмент Магнитки закрепит свои позиции на комбинате, а

Группе придется либо еще очень долго ждать выгодного момента выхода из акций Магнитки, либо сотрудничать с ММК на условиях менеджмента.

Поэтому, Стальная группа «Мечел» должна максимально застраховаться от поражения и, в частности, стремиться к созданию союзов в борьбе за государственный пакет.

Одной из таких коалиций, по нашему мнению, может быть альянс с менеджментом ОАО «ММК». Объединение усилий двух крупных акционеров комбината может положить конец всем притязаниям извне на контроль над ОАО «ММК».

Новолипецкий металлургический комбинат

ОАО «НЛМК» стал третьим, публично заявившим о себе, игроком на торгах по госпакету ММК. Его сразу записали в свои партнеры и менеджмент Магнитки, и Стальная группа «Мечел».

Как **партнер по альянсу** НЛМК, по нашему мнению, больше тяготеет к менеджменту ММК. Лидеры обоих комбинатов легко находят общий язык, что не в последнюю очередь связано с их общими металлургическими корнями.

Однако стоит отметить и разные взгляды на ведение бизнеса. Например, до последнего времени, лидер Магнитки бóльший упор в процессе выстраивания корпоративной структуры делал на людей. Ближний круг лидера светился не только в деловых материалах комбината, но и в качестве акционеров основных активов Группы, в частности опорного банка Магнитки – ОАО «Кредит Урал Банк».

Лидер НЛМК больше заточивал структуру не под людей, а под обезличенные центры ответственности. Примером также может служить структура акционеров опорного банка НЛМК – ОАО «Липецккомбанк».

Альянс НЛМК с имеющей избыточные сырьевые ресурсы Стальной группой «Мечел» для нас менее очевиден.

Во-первых, рудой НЛМК после покупки Стойленского ГОКа обзавелся своей. При этом ГОК продолжает поставки на ММК и даже их наращивает.

Во-вторых, углем НЛМК мог поживиться еще раньше, а не на пике цен как в настоящее время. Например, в середине 2002г. – начале 2003г., когда произошел раздел ОАО «УК «Кузбассуголь», в приватизации которого принимало участие, в том числе, и Новолипецкий меткомбинат.

Сначала НЛМК позволил «Белону» вывести некоторые угольные активы, а затем наблюдал как делят между собой остатки «Северсталь» и СУЭК. Теперь «Белон» является стратегическим партнером НЛМК, поставляя уголь на комбинат и реализуя новолипецкую металлопродукцию в Западной Сибири и на Урале.

Другим стратегическим поставщиком угля на НЛМК является Холдинг «Сибуглемет», о миноритарном участии в дочке (ОАО «Междуречье») которого заявила в ходе размещения ADS Стальная группа «Мечел».

Сольное выступление НЛМК на торгах также имеет высокую вероятность. По крайней мере, это вписывается в стратегию поведения владельцев ОАО «НЛМК», которая все больше походит на поведение портфельных инвесторов.

Во-первых, свой основной актив ОАО «НЛМК» акционеры оформили на багамскую компанию «FLETCHER INDUSTRIAL EQUITY FUND LIMITED», чье наименование, возможно, несет отпечаток ее реальной деятельности – финансовые инвестиции в промышленные активы.

Отображение реальной деятельности в названии оффшора это не только удел акционеров ОАО «НЛМК». Подобным образом поступали, например, и в Группе «СУАЛ» (Рисунок 7, стр.20), и в компании Highland Gold Mining Ltd. (Рисунок 8, стр.21).

Группа «СУАЛ» в начале 2003г. планировала объединить алюминиевые активы в рамках единого центра SUAL International. До этого на первом уровне акционеров, которые были спрятаны за номинальными держателями, присутствовали, по крайней мере, две компании:

- процессинговая – Alu Process Holding Limited (производство первичного алюминия на давальческой основе);
- производственная – Alu Production Holding Limited (производство алюминиевой продукции – прокат, кабель, сплавы).

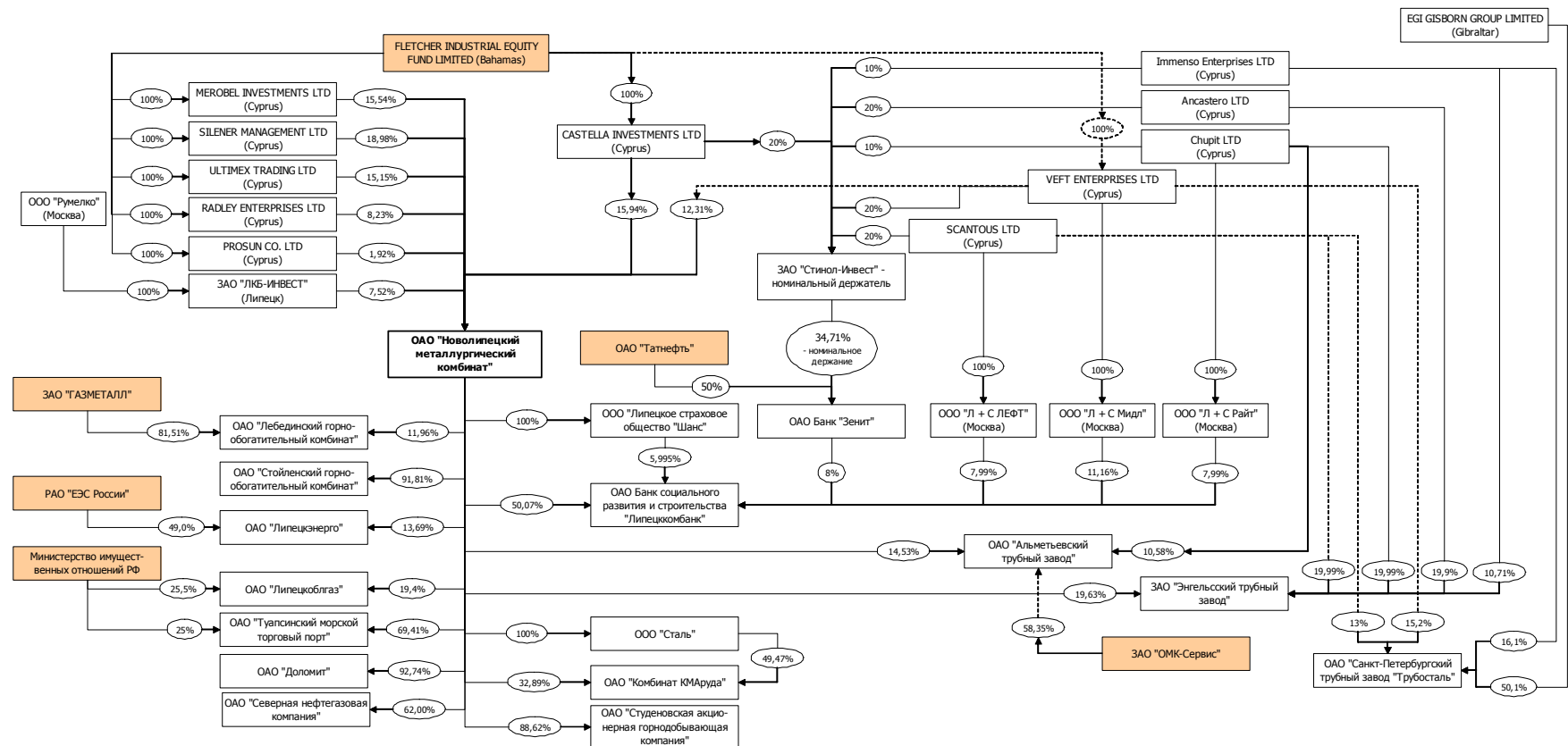
У компании Highland Gold Mining Ltd. более простая схема. Производственные активы сосредоточены под оффшором Stanmix Holding, а финансовые – под Stanmix Investments.

Во-вторых, акционеры ОАО «НЛМК» приобрели на его баланс непрофильный для металлургического комбината актив – 62% акций Северной нефтегазовой компании. Заявляемая цель этой сделки – создание новой площадки для будущих инвестиций в области энергетики.

В-третьих, финансовая отчетность ОАО «НЛМК» улучшается, в том числе, посредством вывода из круга аффилированных лиц малопривлекательных с позиции акционеров активов. Так в 2004г. с баланса ОАО «НЛМК» были последовательно выведены акции трех трубных заводов – Московского «Филит», Энгельского и Альметьевского. Скорее всего, акции заводов были переведены на формально неаффилированные оффшорные компании.

Также стоит отметить, что сам Новолипецкий меткомбинат, являясь одним из самых рентабельных производителей стали, задолго до торгов заготовил достаточное количество финансовых ресурсов.

Рисунок 6. Основные акционерные взаимосвязи ОАО «НЛМК» на ноябрь 2004г., % от УК



Примечание: в схеме не отражено то, что с баланса ОАО «НЛМК» выведены незначительные пакеты в двух трубных заводах Энгельском и Альметьевском. По нашему мнению, за пределы Группы компаний НЛМК эти акции не вышли.

Рисунок 7. Основные акционерные взаимосвязи Группы «СУАЛ» на ноябрь 2003г., % от УК

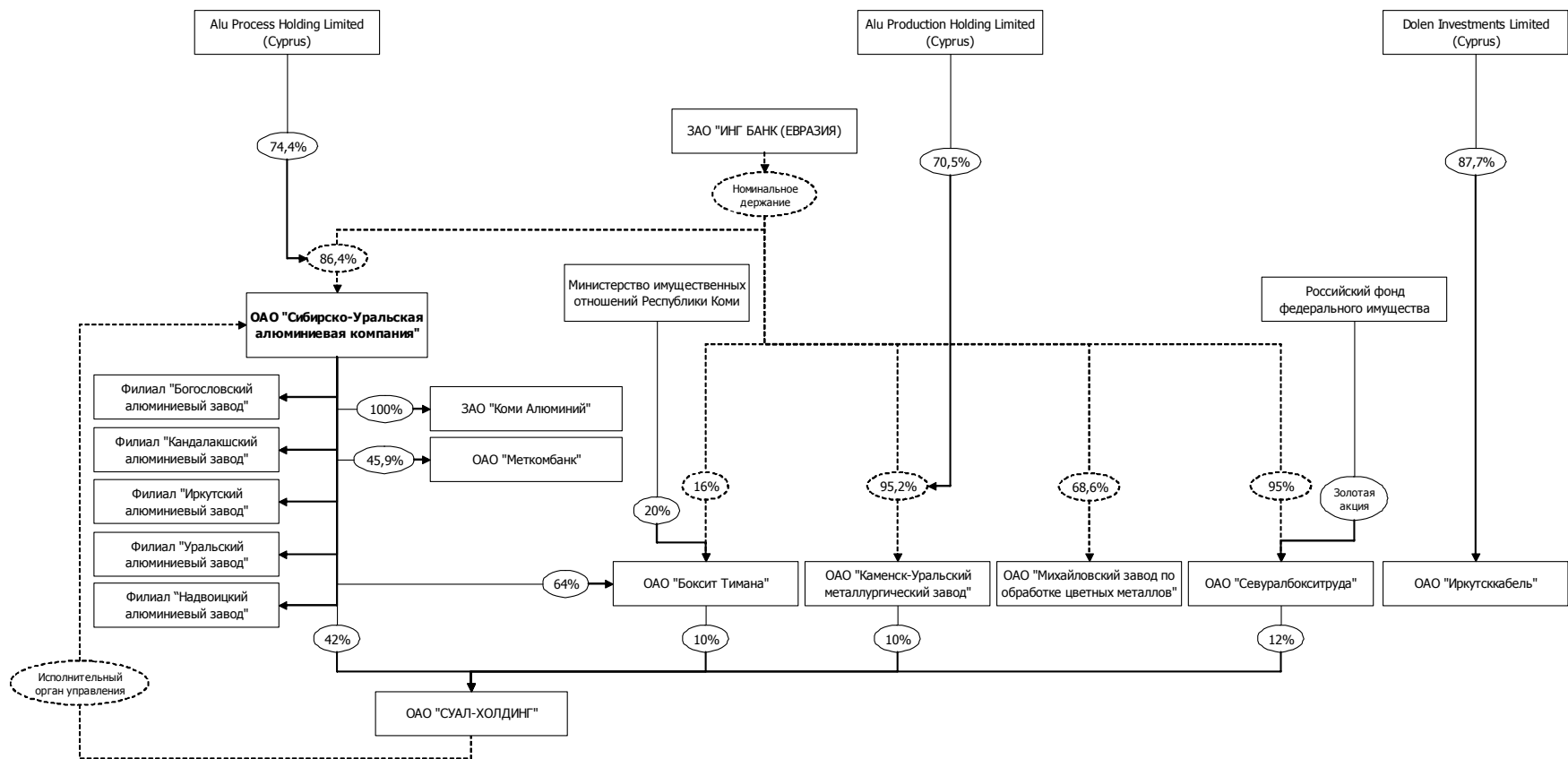
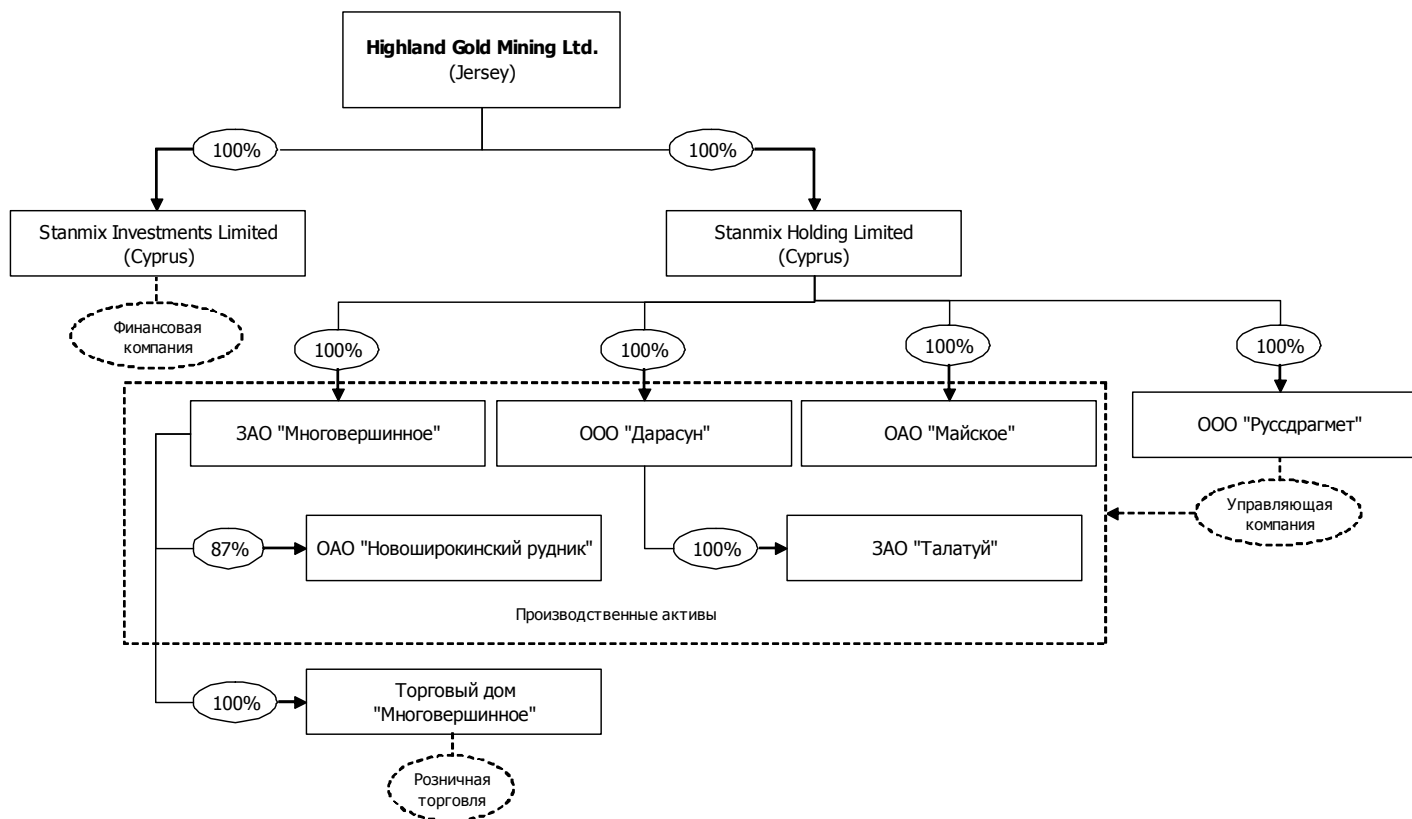


Рисунок 8. Основные акционерные взаимосвязи Highland Gold Mining Ltd. на ноябрь 2003г., % от УК



Ценовые ориентиры

Начальная цена государственного пакета ОАО «ММК» установлена продавцом на уровне \$790,2 млн. Много это или мало, покажет аукцион. Однако в преддверии его попытаемся свести все возможные оценки воедино и спрогнозируем стоимость победы.

Ожидания на основе данных российского рынка

Консенсус-прогноз инвестиционных институтов по данным информационного агентства «РосБизнесКонсалтинг» составляет \$0,533 за одну обыкновенную акцию ОАО «ММК».

Тогда, исходя из данных консенсус-прогноза стоимость госпакета ОАО «ММК» может составить примерно \$1,01 млрд.

Таблица 5. Консенсус прогноз цены обыкновенной акции ОАО «ММК»

Компании	Цель, \$	Рекомендация	Дата обновления
UFG	0,670	Хуже рынка	14 дек 04
Brunswick UBS	0,550	Reduce2	10 дек 04
Тройка Диалог	0,460	Sell	7 дек 04
ЦентрИнвест Секьюритис	0,500	Under review	30 ноя 04
МДМ-Банк	0,600	Accumulate	26 ноя 04
Русские инвесторы	0,500	Держать	15 ноя 04
УРАЛСИБ	0,580	Покупать	10 ноя 04
АТОН ИГ	0,480	Держать	29 сен 04
Энергокапитал	0,390	ПОКУПАТЬ	7 сен 04
БрокерКредитСервис	0,600	BUY	27 авг 04
Консенсус	0,533	Держать	

Источник: РосБизнесКонсалтинг

Ожидания на основе данных американского рынка

29 октября 2004г. ОАО «Стальная группа «Мечел» разместила в форме ADS на Нью-Йоркской фондовой бирже 10% от уставного капитала по цене \$7 за акцию.

Через месяц 29 ноября 2004г. единоличный глобальный координатор и бук-раннер размещения UBS Limited доразместил еще 1,5% от уставного капитала ОАО «Стальная группа «Мечел» все по той же цене \$7 за акцию.

Таким образом, рыночная капитализация ОАО «Стальная группа «Мечел» по итогам размещения 11,5% составила \$2,9 млрд.

Как уже отмечалось, Стальной группе «Мечел» принадлежит 15,87% от уставного капитала ОАО «ММК». Соответственно, в рыночной капитализации Группы учтены, в том числе, и акции Магнитогорского комбината. Воспользуемся нашей моделью распределения стоимости между активами Стальной группы «Мечел», которая была представлена в нашем сентябрьском отчете[†].

По нашим оценкам доля пакета ОАО «ММК» в рыночной капитализации ОАО «Стальная группа «Мечел» составляет 34%. Соответственно, весь пакет Группы в ОАО «ММК» оценивается в \$999 млн.

Таблица 6. Чистые активы Стальной группы «Мечел» на 30.09.2004г.

	Чистые активы, тыс.руб.	Доля СГМ от УК, %	Доля СГМ от ЧА, тыс.руб.	Доля актива в общей стоимости ЧА, %
ООО "Торговый дом Мечел"	7 679 625	100,0%	7 679 625	21,6%
Mechel Trading AG	н/д	100,0%	5 708 401	16,1%
ОАО "Мечел"	6 408 484	80,1%	5 130 632	14,4%
ОАО "УК "Южный Кузбасс"	3 273 429	96,7%	3 164 096	8,9%
ОАО "Ижсталь"	1 610 164	61,4%	987 836	2,8%
ОАО "Уральская кузница"	664 738	93,8%	623 258	1,8%
ОАО "Торговый порт Посьет"	79 998	80,0%	64 028	0,2%
ОАО "Белорецкий металлургический комбинат"	9 547	91,3%	8 716	0,0%
ОАО "Комбинат Южуралникель"	-661 831	79,3%	0	0,0%
ОАО "Коршуновский ГОК"	-1 737 843	75,0%	0	0,0%
ЗАО "Вярсильский метизный завод"	н/д	93,3%	н/д	н/д
ООО "Каслинский завод архитектурно-художественного литья"	н/д	100,0%	н/д	н/д
ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	76 790 613	15,9%	12 190 510	34,3%
Всего			35 557 103	100,0%

Пакет Стальной группы «Мечел» в ОАО «ММК» неоднороден, в нем присутствуют и обыкновенные и привилегированные акции. В государственном пакете только обыкновенные акции. Для выделения из стоимости всего пакета Группы цены обыкновенной акции примем, что отношение 1 привилегированной акции к 1 обыкновенной составляет 0,7.

Тогда цена обыкновенной акции ОАО «ММК» составит \$0,63. Стоимость всего госпакета составит \$1,2 млрд.

[†] Стальная группа «Мечел»: игры с инвесторами, 29 сентября 2004г.: <http://www.skrin.ru/analytics/reviews/documents/mechel-games.pdf?1bbff753fb884475b1d5187ddd453851>

Ожидания на основе мнения участников торгов

Основным, формально высказанным, мнением являются оценки Стальной группы «Мечел».

20 декабря 2004г. должно состояться внеочередное общее собрание акционеров одного из участников аукциона со стороны Группы «Мечел» - ОАО «Стальная группа «Мечел».

На собрании должно быть одобрено совершение крупной сделки, а именно покупки у РФФИ акций ОАО «ММК» по цене, обеспечивающей победу на аукционе, но не более \$2,15 млрд. В расчете на акцию это составляет максимум \$1,13.

Примечательно, что 23 декабря 2004г. должно состояться еще одно внеочередное общее собрание акционеров ОАО «Стальная

группа «Мечел». На собрании должно быть одобрено совершение крупной сделки одновременно являющейся сделкой, в совершении которой имеется заинтересованность.

ОАО «Стальная группа «Мечел» должно продать купленный у РФФИ акции ОАО «ММК» компании «Литтел Эко Инвест Корп.». Цена сделки должна быть в размере обеспечивающем победу на аукционе, но не более \$2,15 млрд.

Таким образом, для желающих вступить на торгах в альянс со Стальной группой «Мечел» подготовлен соответствующий инструмент – участие в компания «Литтел Эко Инвест Корп.».

Согласование ожидаемых оценок

Попытаемся свести выделенный набор ценовых ожиданий в отношении госпакета акций ОАО «ММК» к единому уровню.

Для этого мы разработали четыре сценария развития событий:

- 1) Сговор участников торгов. В этом случае начальная цена продажи будет незначительно превышена. Аналогом может служить аукцион по ОАО «Славнефть», в ходе которого цена продажи превысила начальный уровень менее чем на 10%. Тогда цена госпакета составит \$0,87 млрд. Вероятность реализации этого сценария определяется нами на очень высоком уровне – 40%.
- 2) Консервативные оценки участников. В этом случае цена госпакета не выйдет за рамки ощущений, навеваемых российскими реалиями, и составит \$1,01 млрд. Вероятность реализации этого сценария определяется нами как незначительная – 10%.
- 3) Реалистичные оценки участников. В этом случае цена госпакета будет базироваться на ожиданиях американского рынка, и составит \$1,2 млрд. Вероятность реализации этого сценария определяется нами на очень высоком уровне – 40%.
- 4) Пиррова победа. В этом случае цена госпакета достигнет максимально оглашенного уровня \$2,15 млрд., а победа будет равносильной поражению. Вероятность реализации этого сценария определяется нами как незначительная – 10%.

Тогда, ожидаемая цена государственного пакета акций ОАО «ММК» составит \$1,14 млрд. или \$0,601 за одну обыкновенную акцию.

Полученные значения несколько ниже ожиданий на основе оценок, полученных из данных по размещению ADS Стальной группы «Мечел», однако не стоит забывать о том, что велика вероятность скоординированных действий участников, и соответственно возможность реализации нашего первого сценария.

Таблица 7. Расчет ожидаемой цены госпакета ОАО «ММК»

№ сценария	Оценки по сценариям	Вероятность	Взвешенная оценка
1	\$ 869 165 000	40%	\$ 347 666 000
2	\$ 1 011 143 000	10%	\$ 101 114 300
3	\$ 1 191 738 301	40%	\$ 476 695 320
4	\$ 2 150 000 000	10%	\$ 215 000 000
		100,0%	\$ 1 140 475 620

© 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.