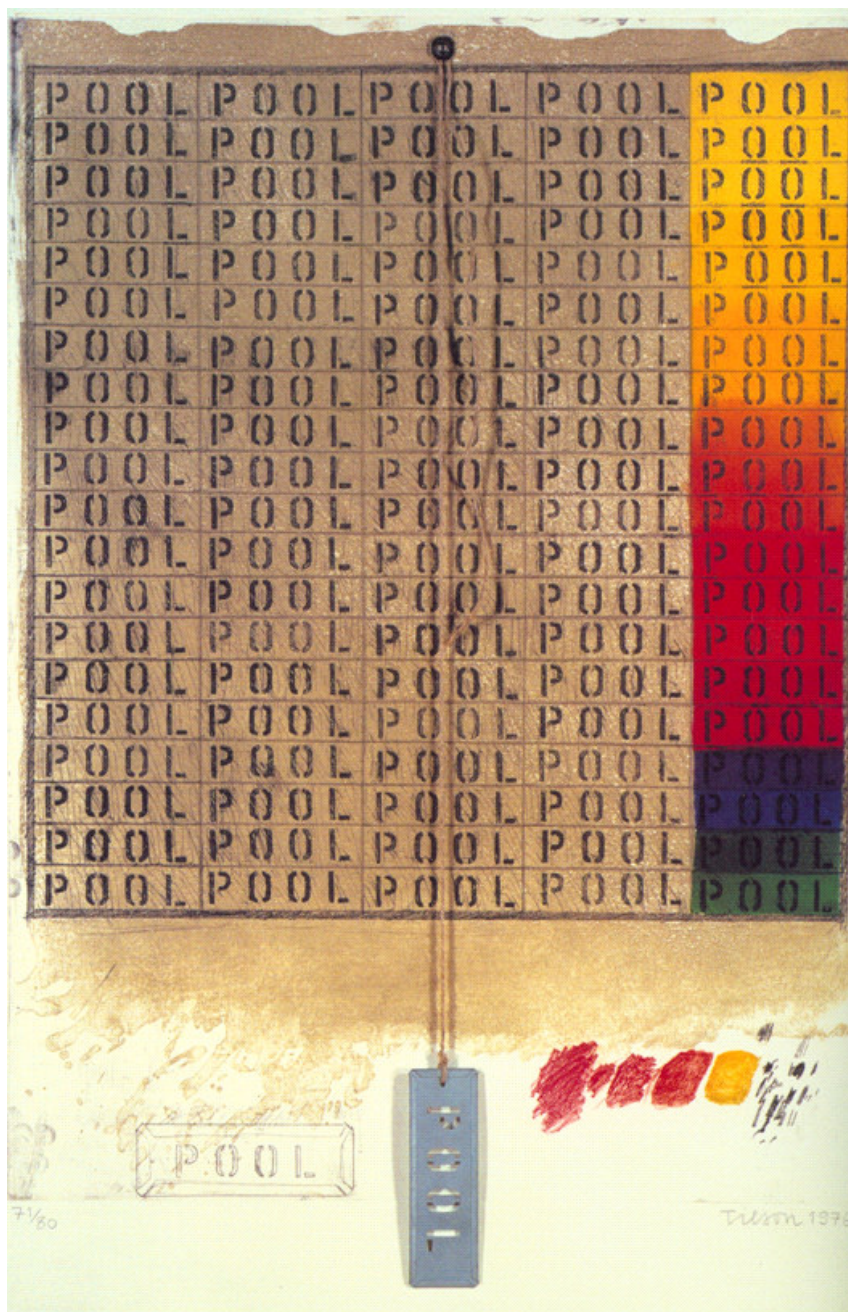




Продажа государственного пакета



Содержание

Введение	3
Характеристика комбината	4
Акционерный капитал.....	5
Крупнейшие акционеры	6
Федеральная собственность.....	6
Стальная группа «Мечел».....	7
Менеджмент ОАО «ММК».....	7
Стоимостные оценки	9
Расчет нормативной цены.....	9
Определение рыночных ожиданий.....	11
Дивидендная политика.....	15
Ценность государственного пакета.....	17
Форма проведения аукциона.....	18
Потенциальные участники аукциона	21
Менеджмент ОАО «ММК».....	21
Стальная группа «Мечел».....	22
Примечания и ссылки	25

Введение

Бесконечное циклическое повторение предметов и слов в процессе будничной жизни превращает их в ежедневные мантры. Художественный образ одной из таких мантр, созданный британцем Джо Тилсоном в его работе¹ «Мантра «Пул», выбран для обложки нашего отчета.

Именно эта мантра – «Объединение сил» – по нашему мнению, является формулой победы в борьбе заинтересованных сторон за влияние на ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ОАО «ММК»).

В 2003г. не состоялась обещанная продажа государственного пакета в ОАО «ММК». Поэтому продажа может состояться в 2004г.

Данный отчет подготовлен в преддверии продажи госпакета и призван прояснить некоторые моменты, касающиеся состояния дел на ОАО «ММК». В частности в ходе изучения текущей ситуации, выяснилось следующее:

- Продажа пакета может состояться через 1-2 мес. после ежегодного собрания акционеров ОАО «ММК», которое по традиции проводится в конце мая.
- Помимо государства, у ОАО «ММК» имеется только две крупные заинтересованные стороны – менеджмент комбината и Стальная группа «Мечел». Именно эти стороны являются основными претендентами на госпакет, и именно с этими сторонами будут заключаться основные союзы и объединения по выкупу госпакета.
- Окончательная цена продажи 1 обыкновенной акции в рамках государственного пакета может вырасти в два раза относительно первоначального уровня и составить около \$0,32.
- Уязвимое положение менеджмента ОАО «ММК» в отношении контроля над акциями комбината в текущий момент заставит менеджмент ориентироваться на весь госпакет.
- Оперирование менеджментом ОАО «ММК» оценками мирового уровня способны увеличить первоначальную стоимость госпакета в три раза.
- Акционеров ОАО «ММК» ожидают щедрые дивидендные выплаты. К распределению предполагается до 40% чистой прибыли по итогам 2003г. или 0,62 руб. на каждую обыкновенную и привилегированную акции.
- Высокие дивиденды будут являться сигналом общественности о том, что менеджмент ОАО «ММК» закончил готовиться к продаже госпакета и уже договорился с государственными служащими об условиях сделки.
- Перед государством как продавцом стоит нелегкий выбор между типами аукционов. На наш взгляд, для государства более выгодна форма проведения торгов в виде специализированного аукциона. Эта форма позволит увеличить поступления от продажи дополнительно на 11%, доведя их до \$677,6 млн. или \$0,36 на обыкновенную акцию.

Таким образом, данный отчет предназначен для аудитории, заинтересованной в максимизации своего дохода от вложений в акции ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» в краткосрочной перспективе и стратегическом плане.

Характеристика комбината

ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» расположен в г.Магнитогорске, на Южном Урале. По объему выплавки стали комбинат занимает 1-е место в России и 16-е в мире. В 2002 г. ММК произвел 11 млн. тонн стали, а за 9 мес. 2003г. – 8,7 млн. тонн.

ОАО «ММК» является металлургическим предприятием полного цикла, выпускающим преимущественно плоский (листовой) прокат. Экспорт составляет более половины объема продаж (53% за 9 мес. 2003г. и 58% в 2002г.).

Таблица 1. Производственные показатели ОАО «ММК»

тыс. тонн	1999	2000	2001	2002	9 мес. 2003
Агломерат	8 218	8 625	9 118	9 336	7 505
Кокс 6% влажности	4 690	5 002	4 918	5 188	4 159
Чугун	7 731	8 467	8 662	9 264	7 375
Сталь	8 839	10 014	10 343	11 009	8 675
Товарная металлопродукция	7 682	8 678	9 011	9 667	7 606

Внутренние поставки металлопродукции с ОАО «ММК» в основном сосредоточены на Урале и Поволжье. При этом примерно 70% реализуемой на российском рынке продукции комбината поставляется непосредственно крупным заказчикам – трубным и машиностроительным заводам.

Таблица 2. Финансовые показатели ОАО «ММК»

млн. руб.	1999	2000	2001	2002	9 мес. 2003
Выручка	28 730	46 381	47 344	60 476	65 743
Прибыль от продаж	8 790	13 630	7 987	12 963	21 943
Чистая прибыль	5 019	7 211	6 067	3 099	15 560
Активы	23 428	29 072	44 390	48 281	66 872

До последнего времени одним из важных факторов риска для ОАО «ММК» являлась слабая диверсификация источников сырья, что приводило к зависимости от основных поставщиков железной руды и угля.

Основным поставщиком железной руды на комбинат является Соколовско-Сарбайское ГПО (Казахстане). Доля поставок ССПО плавно сокращается с 78% в 2000г. до 51% за 9 мес. 2003г. В то же время увеличиваются поставки руды от других поставщиков. В частности от Коршуновского ГОКа, принадлежащего старому партнеру комбината Стальной группе «Мечел». Доля этого поставщика за 9 мес. 2003г. составила около 18%.

Также Стальная группа «Мечел» в лице предприятий ОАО «УК «Южный Кузбасс» по итогам 9 мес. 2003г. обеспечивала около 40% всех поставок угля.

Акционерный капитал

На 01 января 2004г. уставный капитал ОАО «ММК» составляет 10 630 221 600 руб., который разделен на 10 630 221 600 акций. Из этого количества:

- акции обыкновенные – 7 972 665 600 шт. (75%);
- акции привилегированные типа «А» – 2 657 556 000 шт. (25%).

Всего на ОАО «ММК» было три выпуска акций.

Первый выпуск (1992г.) предполагал уставный капитал ОАО «ММК» в сумме 8 858 518 руб., который разделен на 8 858 518 акций. Из этого количества:

- акции обыкновенные – 6 643 888 шт. (75%);
- акции привилегированные типа «А» – 2 214 630 шт. (25%).

Второй выпуск (2002г.) предполагал конвертацию акций номиналом 1 руб. в акции с большей номинальной стоимостью (1 200 руб.) с увеличением уставного капитала. Источником увеличения уставного капитала являлись средства от переоценки основных фондов ОАО «ММК».

После этого выпуска уставный капитал ОАО «ММК» составил 10 630 221 600 руб., который разделен на 8 858 518 акций. Из этого количества:

- акции обыкновенные – 6 643 888 шт. (75%);
- акции привилегированные типа «А» – 2 214 630 шт. (25%).

Третий выпуск (2002г.) предполагал конвертацию акций номиналом 1 200 руб. в акции с меньшей номинальной стоимостью (1 руб.) при дроблении.

После этого выпуска уставный капитал ОАО «ММК» составил 10 630 221 600 руб., который разделен на 10 630 221 600 акций. Из этого количества:

- акции обыкновенные – 7 972 665 600 шт. (75%);
- акции привилегированные типа «А» – 2 657 556 000 шт. (25%).

Таким образом, в ходе второго и третьего выпусков соответственно уставный капитал и общее количество акций были увеличены в 1 200 раз.

На 01 января 2004г. объявленных акции ОАО «ММК» не имеет.

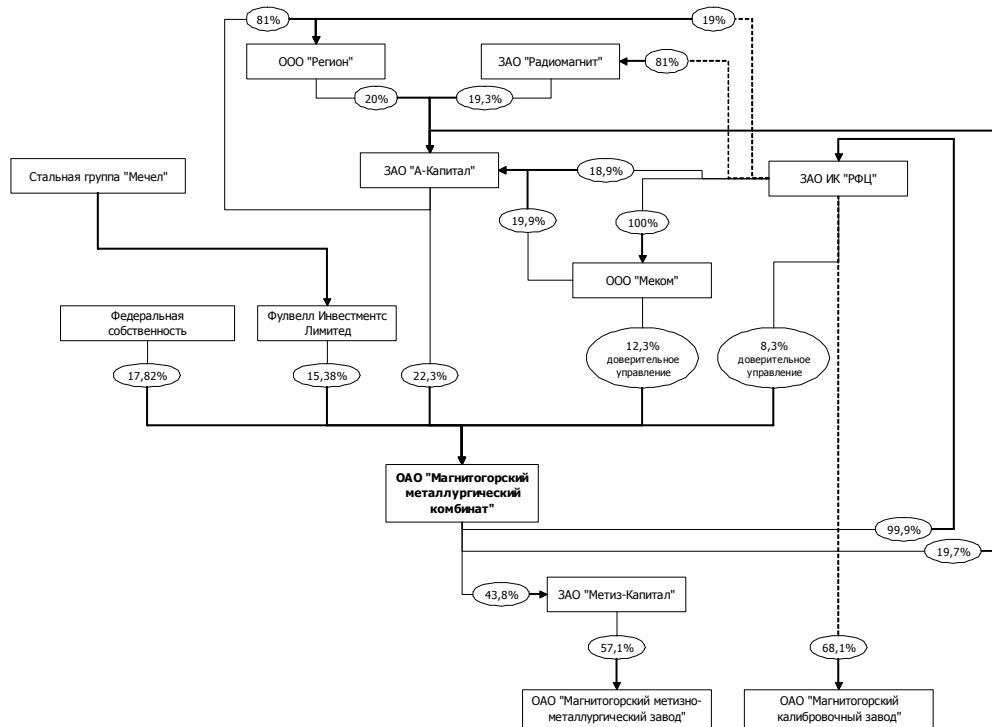
Крупнейшие акционеры

Структура акционеров ОАО «ММК» на первый взгляд является непрозрачной. Большой массив акций прячется за номинальными держателями. Более конкретные данные по распределению акций можно получить раз в год из отчетности по международным стандартам.

Однако при детальном рассмотрении среди акционеров ОАО «ММК» выделяются три крупных игрока, суммарно контролирующие на данный момент 97,42% голосов комбината:

- 1) Федеральная собственность – 23,72% голосов
- 2) Стальная группа «Мечел» – 16,51% голосов
- 3) Менеджмент ОАО «ММК» – 57,19% голосов

Рисунок 1. Акционерные взаимосвязи ОАО «ММК» на ноябрь 2003г., % от УК



Федеральная собственность

По данным отчета² Счетной палаты РФ, в 2000г. пакет акций, находящийся в федеральной собственности, состоял из 1 578 507 акций, что составляет 17,82% от уставного капитала (23,72% от голосов). Из них Мингосимущество России владеет 1 576 115 акций, Российский фонд федерального имущества – 2 392 акции.

В абсолютном выражении количество акций после третьего выпуска акций увеличилось в 1 200 раз. Таким образом, всего в федеральной собственности в настоящее время находится 1 894 208 400 акций³.

В относительном выражении о размер госпакета остался без изменения и на 01 января 2004г. составляет **23,72%** от голосов.

Стальная группа «Мечел»

Стальная группа «Мечел» владеет пакетом акций ОАО «ММК» через компанию «Фулвелл Инвестментс Лимитед».

На 01 ноября 2003г. Стальная группа «Мечел» владеет 15,38%⁴ от УК ОАО «ММК». Из этого количества 12,38% от УК (**16,51%**⁵ от голосов) являются обыкновенные акции. Остальные – 3,0% – привилегированные акции.

В целом пакет Стальной группы «Мечел» был сформирован к весне 2000г. из следующих двух частей.

Первая часть, и основная часть обыкновенных акций, была выкуплена у структур британской компании TWG.

21 марта 2000г. компания «Фулвелл Ивестментс Лимитед» консолидировала 902 907 обыкновенных акций ОАО «ММК», что составляло 10,19%⁶ от УК (13,59% от голосов). Ранее эти акции находились у фирм Becassine Investments Limited (8,58% от всех голосов) и Strongman Holding Limited (5,01% от всех голосов).

На 06 апреля 1998г. этот пакет в 10,19% от УК принадлежал четырем кипрским компаниям: Strongman Holding Limited – 5,01% от всех голосов; Becassine Investments Limited – 1,79% от всех голосов; Wanion Investments Limited – 5,67% от всех голосов; Greenslade Trading and Investments Limited – 1,12% от всех голосов.

Вторая часть, была консолидирована на балансе ООО «Омега-99», которое являлось основным акционером и торговым посредником ОАО «УК «Южный Кузбасс». На 01 января 2000г. эта часть была представлена обыкновенными акциями в размере 1,54% от УК ОАО «ММК» (2,05%⁷ от голосов).

Остальные акции:

- обыкновенные $\Rightarrow 16,51\% - (13,59\% + 2,05\%) = 0,87\%$ от голосов
- привилегированные $\Rightarrow 15,38\% - 12,38\% = 3,0\%$ от УК

были, скорее всего, скуплены за последние два с половиной года на рынке.

Менеджмент ОАО «ММК»

По данным Примечаний к консолидированной финансовой отчетности ОАО «ММК» и дочерних обществ за 2000-2002гг. под контролем менеджмента ОАО «ММК» находится 62,1% от УК (**57,2%** от голосов).

Из этого количества в собственности структур, аффилированных с менеджментом комбината, находится **37,8%** от голосов.

По остальным акциям право голоса контролируется посредством соглашения о доверительном управлении. Эти акции были переданы акционерами в доверительное управление одному из дочерних предприятий Группы. Дивиденды начисляются в пользу действительных собственников акций.

При этом договоры о доверительном управлении могут быть отменены собственниками акций путем направления ими соответствующего уведомления доверительному управляющему за **один год** до предполагаемой даты расторжения вышеуказанных договоров.

Ниже в таблице представлена динамика изменения доли акций, находящихся под управлением менеджмента ОАО «ММК». Сумма голосов, контролируемая менеджментом комбината, неуклонно растет. К окончанию 2002г. менеджмент контролировал 57,2% голосов. В том числе не менее 37,8% находится непосредственно в собственности менеджмента.

Таблица 3. Доля голосов ОАО «ММК» в собственности его менеджмента

	2000	2001	2002 до эмиссии	2002 после эмиссии
акций у Группы в собственности	шт.	шт.	шт.	тыс. шт.
обыкновенные	2 341 705	2 512 462	2 117 321	2 540 785
привилегированные	724 844	885 832	325 713	390 856
у Группы в доверительном управлении	шт.	шт.	шт.	тыс. шт.
обыкновенные	1 330 488	1 194 011	1 682 363	2 018 835
привилегированные	677 309	353 311	1 373 873	1 648 648
у Группы всего под контролем	шт.	шт.	шт.	тыс. шт.
всего	5 074 346	4 945 616	5 499 270	6 599 124
обыкновенные	3 672 193	3 706 473	3 799 683	4 559 620
привилегированные	1 402 153	1 239 143	1 699 587	2 039 504
УК ОАО "ММК"	шт.	шт.	шт.	тыс. шт.
обыкновенные	6 643 888	6 643 888	6 643 888	7 972 666
привилегированные	2 214 630	2 214 630	2 214 630	2 657 556
всего УК	8 858 518	8 858 518	8 858 518	10 630 222
Доля всех контролируемых акций				
от голосов	55,3%	55,8%	57,2%	57,2%
от УК	57,3%	55,8%	62,1%	62,1%
Голоса в собственности менеджмента	35,2%	37,8%	31,9%	31,9%

В таблице указано, что по итогам 2002г. в собственности менеджмента находится только 31,9% голосов. Разница между данными за 2001г. (37,8%) и 2002г. (31,9%) составляет 5,9% голосов (4,5% от УК). Скорее всего, эта разница является пакетом, который находится в залоге⁸ у Сбербанка РФ с декабря 2001г. Именно тогда среди владельцев голосов появился Сбербанк РФ с 6% голосов. Этим пакетом менеджмент комбината не может распоряжаться, например, продать, однако этим пакетом можно пользоваться, например, голосовать.

В целом личный пакет менеджмента ОАО «ММК» (37,8% от голосов) был сформирован в конце 1998г. – начале 1999г. из следующих двух частей.

Первая часть, представляет собой пакет, ранее принадлежавший ОАО «ЦК ФПГ «Магнитогорская сталь». По данным⁹ Счетной палаты РФ, из ОАО ЦК ФПГ «Магнитогорская сталь» пакет акций ОАО «ММК» в размере 22,30% от УК (29,73% от голосов) был передан в уставный капитал ЗАО «А-Капитал», которое контролируется менеджментом ОАО «ММК» (см. Рисунок 1).

Все моменты¹⁰, связанные с перемещением акций ОАО «ММК» с баланса ОАО «ЦК ФПГ «Магнитогорская сталь», возвратом на баланс ФПГ, внесением в уставный капитал ЗАО «А-Капитал», утратой контроля над ЗАО «А-Капитал» и, наконец, банкротством и ликвидацией ФПГ как юридического лица, стали причиной целой серии судебных разбирательств.

Вторая часть, представляет собой пакет, ранее принадлежавший «Инкомбанку». По данным газеты «Ведомости»¹¹, в процессе вывода промышленных активов из проблемного «Инкомбанка» этот пакет оказался на балансе ООО «Региональная металлургическая компания «Ремек».

Учредителями ООО «Ремек» являлись «Инком-Металл» (49,7%) и ЗАО «Радиомагнит» (50,3%). «Инком-Металл» прошел процедуру банкротства и был ликвидирован. ЗАО «Радиомагнит» входит в группу компаний, контролируемых менеджментом ОАО «ММК» (см. Рисунок 1).

На 05 апреля 1999г. за ООО «Ремек» числилось 7,69%¹² от УК ОАО «ММК» (10,25% от голосов). В апреле 2000г. пакет все еще числился за обществом. Однако уже в сентябре 2000г. ООО «Ремек» исчезло из акционеров комбината. В тоже время выросла доля акций, находящихся в доверительном управлении у ООО «Меком», которое также контролируется менеджментом ОАО «ММК» (см. Рисунок 1).

Кредиторы «Инкомбанка» считают¹³, что доказать незаконность вывода этих активов из банка можно только через уголовное производство.

Стоимостные оценки

В данном разделе будет произведена оценка нормативной цены госпакета акций ОАО «ММК», а также рыночная стоимость данного пакета исходя из ожиданий инвесторов.

Расчет нормативной цены госпакета осуществим¹⁴ с помощью методики, утвержденной Постановлением Правительства РФ.

Для оценки рыночных ожиданий воспользуемся сравнительным подходом к оценке. В рамках этого подхода будем применять метод предыдущих сделок, а также метод компании-аналога.

Расчет нормативной цены

В соответствии с Постановлением¹⁵ Правительства РФ от 31 мая 2002 г. №369 под нормативной ценой подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества понимается минимальная цена, по которой возможно отчуждение этого имущества.

Нормативная цена подлежащих приватизации акций определяется на основании данных сводной бухгалтерской отчетности общества как средневзвешенное значение следующих величин, умноженное на коэффициент «золотой акции»:

- 1) стоимость акций на основе чистой прибыли, рассчитанная путем деления средней арифметической величины чистой прибыли акционерного общества за 3 года, предшествующих году, в котором определяется нормативная цена акций, на действующую на день расчета ставку рефинансирования (учетную ставку) Центрального банка РФ и умножения на долю приватизируемых акций в уставном капитале этого общества и на коэффициент контроля. К расчетам принимается величина чистой прибыли за соответствующий год, определенная в соответствии с правилами бухгалтерского учета и отраженная в отчете о прибылях и убытках акционерного общества;
- 2) стоимость акций на основе биржевых котировок, рассчитанная путем умножения средней арифметической цены открытия и закрытия торгов акциями акционерного общества, состоявшихся в течение 3 месяцев до даты определения нормативной цены (без учета наибольшего и наименьшего значения), на количество приватизируемых акций этого акционерного общества;
- 3) стоимость акций по чистым активам, рассчитанная путем умножения стоимости чистых активов акционерного общества, рассчитанной в установленном порядке, на долю приватизируемых акций в уставном капитале общества и на коэффициент контроля.

Определение средневзвешенного значения величин осуществляется путем сложения этих величин, умноженных на весовые коэффициенты в следующем порядке:

- при наличии всех трех величин к наибольшей из них применяется весовой коэффициент 0,6; к средней – 0,3; к наименьшей – 0,1;
- при наличии двух величин к наибольшей из них применяется весовой коэффициент 0,8; к наименьшей – 0,2;
- при наличии одной величины к ней применяется коэффициент 1.

В настоящее время акции ОАО «ММК» на организованном рынке не торгуются. Была попытка вывода акций на открытый рынок, однако неудачная.

По данным газеты «Ведомости»¹⁶, в сентябре 2002г. Альфа-банк обратился к фондовой бирже РТС с просьбой включить акции ОАО «ММК» в систему «RTS Board». Эта система предназначена для индикативного котирования ценных бумаг, не допущенных к обращению в РТС. Представители ОАО «ММК» попросили биржу не включать акции в систему. Представитель биржи удовлетворили просьбу комбината, отметив, однако, что это первый случай отказа эмитента от включения его акций в «RTS Board». Таким образом, стоимость акций ОАО «ММК» на основе биржевых котировок определить нельзя.

Следовательно, остаются два показателя – стоимость акций на основе чистой прибыли и стоимость акций по чистым активам. В этом случае к наибольшему показателю из них применяется весовой коэффициент 0,8; к наименьшему – 0,2.

Сводная бухгалтерская отчетность по российским стандартам Группы предприятий ОАО «ММК» отсутствовала, поэтому была использована отчетность одного юридического лица – ОАО «ММК».

Размер чистой прибыли брался из строки №190 Формы №2 «Отчет о прибылях и убытках». Расчет стоимости чистых активов ОАО «ММК» проводился в соответствии с приказом Минфина России и ФКЦБ России от 29 января 2003г. №10н/03-6/пз.

Таблица 4. Расчет нормативной цены государственного пакета в ОАО «ММК»

Предполагаемый год продажи госпакета	2002	2003	2004
Данные по годам	2001	2002	2003
Чистые активы на конец года, тыс.руб.	28 471 173	31 645 389	48 349 002
Чистая прибыль по отчетности, тыс.руб.	6 067 283	3 099 396	17 220 177
Государственный пакет, шт. акций	1 578 507	1 894 208 400	1 894 208 400
Гос. доля, % от УК	17,82%	17,82%	17,82%
Среднее арифметическое чистой прибыли за три предшествующих года, тыс.руб.	6 099 274	5 459 250	8 795 619
Ставка рефинансирования на дату проведения собрания акционеров	23%	18%	14%
Капитализированная чистая прибыль	26 518 583	30 329 169	62 825 848
Доля акций в уставном капитале	17,82%	17,82%	17,82%
Коэффициент контроля	0,70	0,70	0,70
Стоимость акций на основе чистой прибыли	3 307 758	3 783 067	7 836 495
Чистые активы, тыс.руб.	28 471 173	31 645 389	48 349 002
Доля акций в уставном капитале	17,82%	17,82%	17,82%
Коэффициент контроля	0,70	0,70	0,70
Стоимость акций на основе чистых активов	3 551 312	3 947 244	6 030 745
Вес стоимости в итоговой величине			
Стоимость акций на основе чистой прибыли	20%	20%	80%
Стоимость акций на основе чистых активов	80%	80%	20%
Нормативная стоимость госпакета, тыс.руб.	3 502 601	3 914 408	7 475 345
Нормативная стоимость госпакета, \$ тыс.	\$ 112 064	\$ 126 680	\$ 262 293
Нормативная стоимость госпакета на 1 акцию, \$	\$ 71	\$ 0,07	\$ 0,14

Таким образом, **начальная цена** государственного пакета акций ОАО «ММК» при продаже в 2004г. может составить 7,5 млрд. руб., или **\$262,3 млн.**

Определение рыночных ожиданий

Количественно рыночные ожидания в отношении цены акции ОАО «ММК» будем определять с помощью методов сравнительного подхода – метода сделок и метода отраслевых коэффициентов.

В качестве аналогов ОАО «ММК» мы выбрали два металлургических комбината – ОАО «НЛМК» и ОАО «Северсталь». Вместе эти три предприятия являются лидерами российской черной металлургии и делят между собой первые три места в ее иерархии.

В качестве ценовых мультипликаторов будем использовать одно отношение – «рыночная капитализация¹⁷ на тонну произведенной стали».

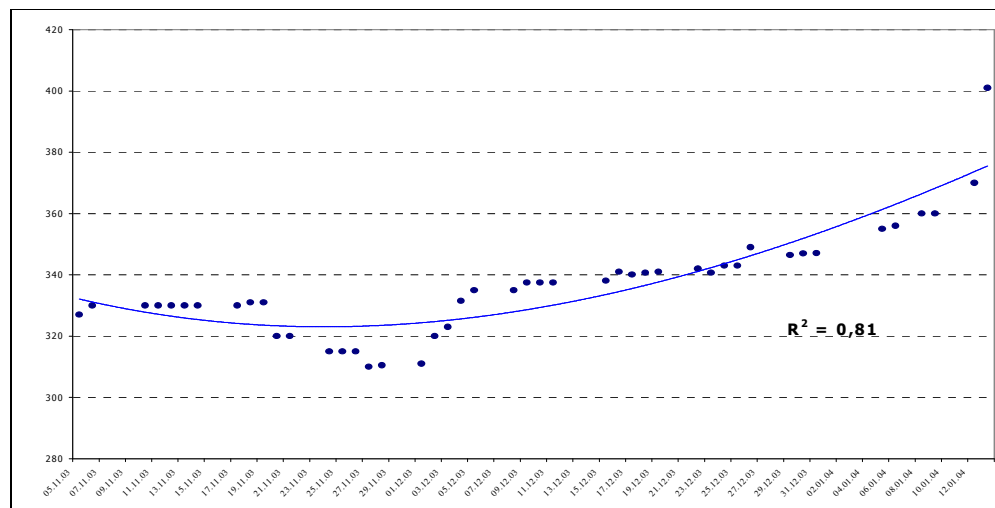
Мы выбираем единственный мультипликатор, так как считаем, что именно это отношение позволит точнее оценить ожидания инвесторов. Использование в знаменателе натурального показателя связано с разной политикой менеджмента к раскрытию финансовой информации. Под рыночной капитализацией будет подразумеваться стоимость акционерного капитала (произведение цены акции на количество акций).

Ситуация с ОАО «НЛМК»

Рассмотрим ситуацию с ОАО «НЛМК», которая включает три эпизода – биржевые котировки, продажа государственного пакета и продажа крупного пакета. Само общество является по сути «закрытой» компанией, около 96% которой принадлежит ее менеджменту.

Акции ОАО «НЛМК» были включены в список РТС в сентябре 1995г., однако в феврале 2001г. были исключены из списка. В ноябре 2003г. акции комбината были включены в список «RTS-Board».

Рисунок 2. Динамика цены покупки акций ОАО «НЛМК» в «RTS-Board», 2003 - 2004гг.



Новейшая история торгов акциями ОАО «НЛМК» мала, всего около двух месяцев. Средняя цена покупки за это время составила \$340. Судя по тренду, цена покупки уверенно приближается к устойчивой отметке \$380 за акцию.

13 января 2004г. были подведены итоги¹⁸ аукциона по продаже 0,03% государственного пакета ОАО «НЛМК». При начальной цене пакета около \$540 тыс. покупатель заплатил за него около \$783 тыс. (\$380 за акцию).

После беглого обзора состояния рынка малых пакетов акций ОАО «НЛМК», более подробно остановимся на продаже крупного пакета акций комбината.

Некоторым структурам британской компании TWG принадлежал значительный пакет акций комбината. При консолидации акционерного капитала в руках менеджмента ОАО «НЛМК» этот пакет ушел на сторону. Покупателем этого пакета стали структуры «Интерроса».

Всего структуры «Интерроса» в мае 2000г. приобрели 34,19% уставного капитала ОАО «НЛМК», из них 9% пришлось на ОАО «Норильская горная компания» (с февраля 2001г. именуется как ОАО «ГМК «Норильский никель»).

В феврале 2002г. структуры «Интерроса» продали все свои акции комбината менеджменту¹⁹ ОАО «НЛМК».

За два прошедших года во взаимоотношениях двух сторон – «Интерроса» и менеджмента ОАО «НЛМК» – было много напряженных моментов, которые обильно освещались СМИ. Поэтому финансовые условия этой сделки по продаже пакета 34,19% можно считать наиболее приближенными к рыночным условиям.

По имеющимся данным²⁰, 9% ОАО «НЛМК» были проданы владельцем ОАО «ГМК «Норильский никель» за 5,5 млрд. руб. Правда покупателем выступила другая структура²¹ «Интерроса». Соответственно, конечный покупатель – менеджмент ОАО «НЛМК» – покупал этот пакет уже не напрямую и, поэтому, реальная цена пакета остается неизвестной.

По имеющимся данным²², в марте 2001г. на балансе ОАО «ГМК «Норильский никель» находилось 30% ОАО «НЛМК» на общую сумму 18,2 млрд. руб. При продаже в феврале 2002г. цена 1 акции была на 1% выше балансовой стоимости в марте 2001г. Таким образом, ОАО «ГМК «Норильский никель» осуществлял операции с акциями ОАО «НЛМК» исходя из цен \$330-\$360 за акцию.

Таблица 5. Операции ОАО «ГМК «Норильский никель» с акциями ОАО «НЛМК»

операция	дата	акции, шт.	доля от УК	стоимость пакета, тыс.руб.	цена одной акции, руб.
хранение на балансе	20 марта 2001 г.	1 794 974	30,0%	18 176 722	10 126
продажа	27 февраля 2002 г.	538 852	9,0%	5 513 000	10 231
Рост цены 1 акции на:					1,03%

Для чего «Интерросу» понадобился посредник в этой сделке? Из нескольких версий наиболее правдоподобной является та, в соответствие с которой конечная цена акций ОАО «НЛМК» для покупателя – менеджмента комбината – была выше той, что была раскрыта в отчетности ОАО «ГМК «Норильский никель».

Тогда остается только один вопрос – на сколько? Этот вопрос к участникам сделки.

А пока рассчитаем значение мультипликатора «рыночная капитализация на тонну произведенной стали» для ОАО «НЛМК». Для расчетов будем использовать данные ОАО «ГМК «Норильский никель» по операциям с акциями меткомбината, так как размер пакета акций, задействованный в операциях (30%), сопоставим с размером государственного пакета акций ОАО «ММК».

Значение мультипликатора составило \$250-\$260 на тонну стали.

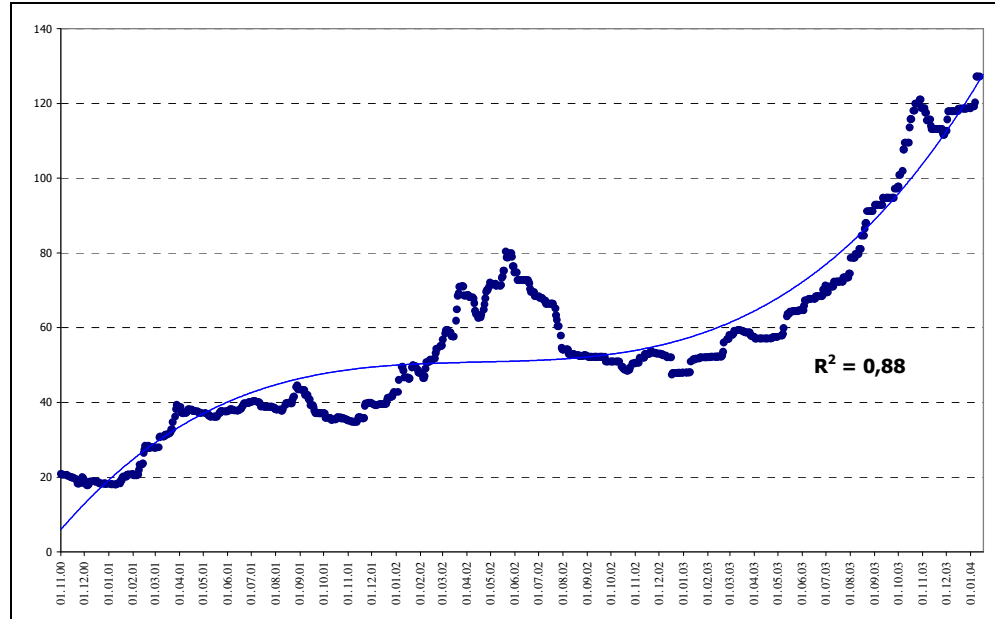
Таблица 6. Расчет значения мультипликатора по данным ОАО «НЛМК»

год	рыночная капитализация, тыс. руб.	курс на дату, руб. за USD	рыночная капитализация (МС), \$ тыс.	производство стали, тыс. тонн	МС на тонну стали
2000	60 629 512	28,41	\$ 2 134 091	8 221	\$ 260
2001	61 255 556	30,93	\$ 1 980 624	7 912	\$ 250

Ситуация с ОАО «Северсталь»

Рассмотрим ситуацию с ОАО «Северсталь». Эта металлургическая компания ведет активную работу с институциональными инвесторами, увеличивая свою производственную и финансовую прозрачность. Все эти действия способствуют росту курсовой стоимости акций ОАО «Северсталь» на фондовом рынке.

Рисунок 3. Динамика цены акций ОАО «Северсталь», 2000 – 2004гг.



Для расчета рыночной капитализации ОАО «Северсталь» определим среднее значение его рыночной²³ цены за 90²⁴ дней до даты фиксации операций с акциями ОАО «НЛМК» у ОАО «ГМК «Норильский никель» и до текущей даты определения цены ОАО «ММК» (12.01.2004г.).

Таблица 7. Расчет рыночной капитализации ОАО «Северсталь»

начальная дата	конечная дата	среднее значение рыночной цены в РТС, \$	количество акций в УК, шт.	рыночная капитализация, \$ тыс.
20 декабря 2000 г.	20 марта 2001 г.	\$ 23	22 074 192	\$ 517 679
30 ноября 2001 г.	28 февраля 2002 г.	\$ 46	22 074 192	\$ 1 021 271
14 октября 2003 г.	12 января 2004 г.	\$ 117	22 074 192	\$ 2 586 708

Далее рассчитаем значение мультипликатора «рыночная капитализация на тонну произведенной стали» для ОАО «Северсталь» по данным предыдущей таблицы.

Значение мультипликатора составило \$54-\$256 на тонну стали. Значение мультипликатора увеличивалось вместе с ростом цены акций ОАО «Северсталь» (см. Рисунок 3).

Таблица 8. Расчет значения мультипликатора по данным ОАО «Северсталь»

год	рыночная капитализация (МС), \$ тыс.	производство стали, тыс. тонн	МС на тонну стали
2000	\$ 517 679	9 547	\$ 54
2001	\$ 1 021 271	9 303	\$ 110
2003	\$ 2 586 708	10 109	\$ 256

Рыночные ожидания в отношении акций ОАО «ММК»

Для определения рыночных ожиданий в отношении государственного пакета ОАО «ММК» мы выбираем значение мультипликатора «рыночная капитализация на тонну произведенной стали» в размере **\$260 на тонну стали**.

Причины выбора именно этого значения мультипликатора:

- это значение мультипликатора получено по данным сопоставимой по размеру сделки покупки акций ОАО «НЛМК»;
- к этому значению вплотную приблизилось значение мультипликатора для ОАО «Северсталь»;
- более высокие значения мультипликатора, выводимые из текущих котировок ОАО «НЛМК», менее объективны и более спекулятивны, так как высок риск ликвидности этих бумаг из-за индикативной природы котировок и малого количества акций в обращении (free-float менее 1% от УК).

Тогда при прогнозном объеме производства стали в 2003г. 11,5 млн. тонн, рыночная капитализация ОАО «ММК» составит около \$3 млрд.

Таблица 9. Расчет рыночной капитализации ОАО «ММК»

год	МС на тонну стали	производство стали, тыс. тонн	рыночная капитализация (МС), \$ тыс.
2003	\$ 260	11 474	\$ 2 978 598

Исходя из полученного значения рыночной капитализации и предположения, что цена привилегированной акции составляет половину от цены обыкновенной акции, **цена одной обыкновенной акции ОАО «ММК» составит \$0,32.**

Таблица 10. Расчет рыночной цены 1 акции ОАО «ММК»

вид акции	соотношение с обыкновенной	количество в УК, шт.	цена, \$	рыночная стоимость, \$ тыс.
обыкновенная	100%	7 972 665 600	\$ 0,32	\$ 2 553 084
привилегированная	50%	2 657 556 000	\$ 0,16	\$ 425 514
Всего		10 630 221 600		\$ 2 978 598

Тогда **стоимость государственного пакета акций ОАО «ММК» при продаже в 2004г. может составить \$606,5 млн.**

По сравнению с начальной ценой рыночные ожидания способны **повысить** стоимость государственного пакета более чем **в два раза**.

Дивидендная политика

ОАО «ММК» имеет два типа акций: обыкновенные и привилегированные.

В соответствии с Уставом²⁵ ОАО «ММК» сумма дивидендов по каждой привилегированной акции устанавливается в размере 10% чистой прибыли Общества по итогам последнего финансового года, разделенной на количество привилегированных акций, которые составляют 25% уставного капитала Общества. При этом величина дивиденда по привилегированной акции не может быть меньше дивиденда по обыкновенной акции.

Однако менеджмент комбината по-своему понимал базу для дивидендов по привилегированным акциям. Из чистой прибыли вычитались как капитальные вложения, так и непроизводственные расходы периода. Далее 10% от этого остатка делилось между владельцами привилегированных акций.

Таким образом, за 1998-2002гг. между владельцами привилегированных акций распределялось не 10% чистой прибыли, а только максимум 2,8% (по итогам 2002г.).

В 1998-2001гг. дивиденды по обоим типам акций были равные. Однако в 2002г. дивиденд по привилегированным акциям был в три раза больше чем по обыкновенным, зато общие суммы выплат по двум типам акций стали равными.

Таблица 11. Данные по дивидендной политике ОАО «ММК»

	1998	1999	2000	2001	2002
Утвержденный размер дивидендов, руб./акция					
обыкновенные акции	3,66	6,55	9,94	10,16	0,01
привилегированные акции	3,66	6,55	9,94	10,16	0,03
Количество акций	8 858 518	8 858 518	8 858 518	8 858 518	10 630 221 600
обыкновенные акции	6 643 888	6 643 888	6 643 888	6 643 888	7 972 665 600
привилегированные акции	2 214 630	2 214 630	2 214 630	2 214 630	2 657 556 000
Сумма дивидендов, руб.	32 422 176	58 023 293	88 053 669	90 002 543	175 664 425
обыкновенные акции	24 316 630	43 517 466	66 040 247	67 501 902	87 699 322
привилегированные акции	8 105 546	14 505 827	22 013 422	22 500 641	87 965 104
Чистая прибыль по отчетности, тыс.руб.	407 268	5 019 467	7 211 072	6 067 283	3 099 396
Доля распределенной прибыли	8,0%	1,2%	1,2%	1,5%	5,7%
Доля дивидендов по привилегированным акциям в чистой прибыли	2,0%	0,3%	0,3%	0,4%	2,8%
Отношение дивиденда по привилегированным акциям к дивиденду по обыкновенным	1,0	1,0	1,0	1,0	3,0

По данным газеты «Ведомости»²⁶, 26.12.2003г. на заседании совета директоров комбината должен был обсуждаться проект дивидендной политики. В частности предполагалось, что менеджмент ОАО «ММК» сначала будет отчислять 5% чистой прибыли (по российским стандартам бухгалтерской отчетности) в резервный фонд, после чего еще 10% чистой прибыли будет направлять на выплату дивидендов по привилегированным акциям.

Обязательств по выплате дивидендов по обыкновенным акциям менеджмент по-прежнему на себя не берет. Предполагается лишь, что прибыль, оставшаяся после выполнения инвестиционной программы, будет выплачена акционерам.

Попробуем спрогнозировать уровень дивидендных выплат по итогам 2003г.

Рассчитаем два варианта – на основе подхода 2002г. и на основе декларируемой менеджментом дивидендной политики.

Основными предпосылками расчета дивидендов по итогам 2002г. были два показателя: доля распределенной чистой прибыли для привилегированных акций (2,8%) и отношение дивиденда по привилегированным акциям к дивиденду по обыкновенным (3 к 1).

Размер чистой прибыли по итогам 2003г брался из прогноза, сделанного для оценки нормативной цены государственного пакета (см. Таблица 4, ст.10).

Основными предпосылками расчета дивидендов на основе декларируемой менеджментом дивидендной политики были три показателя: размер отчислений в резервный фонд (5%), доля распределенной чистой прибыли для привилегированных акций (10%) и отношение дивиденда по привилегированным акциям к дивиденду по обыкновенным (1 к 1).

В результате расчетов получилось, что дивиденд на 1 привилегированную акцию может составить 0,18-0,62 руб., а на 1 обыкновенную – 0,06-0,62 руб.

По информации агентства «Интерфакс»²⁷, в сентябре 2003г. Совет директоров ОАО «ММК» утвердил «Техническую политику деятельности ММК» и «План технического перевооружения ММК» на 2004г., в соответствии с которыми объем капвложений составит около 8,9 млрд. руб. собственных и заемных средств. При этом предполагается²⁸, что капитальные вложения в 2004г. будут увеличены на 50% по сравнению с 2003г.

В обоих вариантах расчета величины дивидендных выплат планы по капитальным вложениям никоим образом не страдают, а могут быть произведены исключительно за счет собственных средств ОАО «ММК».

Таблица 12. Прогноз размера дивидендов ОАО «ММК» по итогам 2003г.

	Вариант-1: предложения менеджмента	Вариант-2: подход 2002г.
Чистая прибыль по отчетности, тыс.руб.	17 220 177	17 220 177
Отчисления в резервный фонд	5,0%	не учитываются
Доля дивидендов по привилегированным акциям в чистой прибыли	10,0%	2,8%
Отношение дивиденда по привилегированным акциям к дивиденду по обыкновенным	1,0	3,0
Сумма дивидендов по привилегированным акциям, тыс.руб.	1 635 917	488 732
Сумма дивидендов по обыкновенным акциям, тыс.руб.	4 907 749	488 732
Всего сумма дивидендов, тыс.руб.	6 543 666	977 464
Доля распределенной прибыли	38,0%	5,7%
Дивиденд по привилегированным акциям, руб.	0,62	0,18
Дивиденд по обыкновенным акциям, руб.	0,62	0,06
Дивиденды на государственный пакет, тыс.руб.	1 166 021	116 117
Остаток чистой прибыли на капвложения, тыс.руб.	9 815 503	16 242 713

В свою очередь государство может надеяться на приличные дивиденды, которые по самым оптимистически расчетам могут составить **1,17 млрд. руб.** Это примерно составит 7% ожидаемых поступлений от продажи всего государственного пакета по рыночным оценкам.

Ценность государственного пакета

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

Органами управления ОАО «ММК» являются:

- 1) Общее собрание акционеров;
- 2) Совет директоров;
- 3) Исполнительные органы в составе:
 - а) единоличный исполнительный орган – Генеральный директор;
 - б) коллегиальный исполнительный орган – Правление.

Рассмотрим ситуацию с выборами в Совет директоров, так как этот орган осуществляет общее руководство деятельностью ОАО «ММК».

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 01.10.2003г. общее число акционеров ОАО «ММК» составляло 13 827 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 «ММК», проведенным в 1999-2003гг. За этот временной период численность членов Совета директоров не менялась.

Таблица 13. Данные по Собраниям акционеров ОАО «ММК»

Год проведения собрания	1999	2000	2001	2002	2003
Доля голосующих акций, принявших участие в голосовании по выбору членов Совета директоров	93,81%	96,80%	97,97%	97,64%	98,89%
Количество членов Совета директоров	10	10	10	10	10
Доля голосующих акций для гарантированного выбора 1 члена Совета директоров	9,38%	9,68%	9,80%	9,76%	9,89%
Размер госпакета	23,72%	23,72%	23,72%	23,72%	23,72%
Количество членов Совета директоров на госпакет	2,53	2,45	2,42	2,43	2,40

В 2003г. для гарантированного избрания 1 члена Совета директоров необходимо было 9,89 %. Соответственно государственный пакет обеспечил только два места в Совете директоров. Для проведения в Совет директоров трех кандидатов по госпакету необходима явка на Собрание акционеров в 79%.

Присоединение государственного пакета к пакету другой стороны увеличивает его ценность. Например, два пакета – государственный (23,72%) и Стальной группы «Мечел» (16,51%) – при явке 61% (без акций, находящихся в собственности менеджмента ОАО «ММК») могут дать 6 мест в Совете директоров из десяти.

Менеджменту ОАО «ММК» госпакет поможет дать до 9 мест в Совете директоров.

Форма проведения аукциона

В деле продажи госпакета акций ОАО «ММК» до конца не урегулированы споры о форме проведения продажи.

Постановлением²⁹ Правительства РФ от 12 августа 2002г. №585 утверждаются два положения, в которых предусматриваются три формы продажи государственного или муниципального имущества и акций, находящихся в государственной или муниципальной собственности:

- 1) аукцион с подачей предложений о цене имущества в открытой форме;
- 2) аукцион с подачей предложений о цене имущества в закрытой форме;
- 3) специализированный аукцион.

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 предлагается 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.

При проведении аукциона с подачей предложений о цене имущества в закрытой форме участники аукциона представляют продавцу в запечатанном конверте предложения о цене имущества. Победителем признается участник, предложивший максимальную цену.

При проведении специализированного аукциона продавец определяет на основании отчета об оценке имущества начальную цену одной акции, принимает от юридических и физических лиц заявки на участие в специализированном аукционе, определяет в установленном порядке единую цену продажи.

Единая цена продажи рассчитывается таким образом, чтобы она обеспечивала максимально возможный коэффициент реализации акций, который рассчитывается как отношение количества акций, подлежащих передаче победителям специализированного аукциона, к количеству продаваемых акций. Коэффициент реализации акций не должен быть менее 0,95.

Количество акций, получаемых победителем, определяется путем деления суммы денежных средств, указанной в заявке победителя, на единую цену продажи. В первую очередь удовлетворяются все заявки, в которых указанная сумма денежных средств больше единой цены продажи.

Таким образом, основными параметрами, отличающими указанные формы продажи государственного имущества, являются сохранение целостности имущества (в нашем случае пакета акций), информационная структура, а также привлекательность той или иной формы продажи госпакета для заинтересованных сторон, в частности для продавца – государства и для покупателей.

Проведение *специализированного аукциона*, при котором акции из госпакета будут распределены между несколькими покупателями, наиболее привлекательно для покупателей, так как они могут двигаться к цели увеличения своего влияния на ОАО «ММК» более поступательно.

Для продавца этот тип аукциона, с одной стороны, менее привлекателен, так как он не является устойчивым к манипулированию³⁰ со стороны покупателей. Каждому участнику выгодно следовать стратегии ложного входа, что означает подачу одним участником сразу нескольких заявок. Иллюзия большого числа участников сделает соперников менее агрессивными в своих ставках, что увеличит шансы обманщика на победу в аукционе.

С другой стороны, в этом типе аукциона (особенно по акциям ОАО «ММК») отсутствует принцип: «сейчас, либо никогда», который проявляется в том, что участник аукциона может купить часть акций, а не весь пакет. Тогда имеет место опцион на получение дополнительной информации. Участник откладывает большие расходы на покупку всего пакета до прояснения определенных моментов. Стоимость опциона на отложение будет добавляться к стоимости продажи госпакета.

Проведенные расчеты³¹ показывают, что стоимость госпакета ОАО «ММК» с учетом опционной премии, получаемой в ходе проведения специализированного аукциона, может составить \$677,6 млн. Рост относительно рыночной цены при обычной продаже составит более 11%. Поэтому, на наш взгляд, государству более выгодна форма проведения торгов в виде специализированного аукциона.

Таблица 14. Расчет стоимости госпакета ОАО «ММК» на спецаукционе

Базовая цена, тыс.руб.	7 475 345
Цена исполнения, тыс.руб.	17 287 577
Срок действия опциона, лет	2,0
Волатильность акции	90,10%
Безрисковая ставка	5,50%
Дивидендная доходность	2,00%
Стоимость опциона колл, тыс.руб.	2 024 363
Стоимость госпакета на спецаукционе, тыс.руб.	19 311 940
Стоимость госпакета на спецаукционе, \$ тыс.	\$ 677 612
Цена 1 акции из госпакета на спецаукционе, \$	\$ 0,36

Продажа государственного пакета акций *единым лотом* в рамках двух других аукционов 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». В этом случае на первый план будет выходить форма аукциона – закрытая или открытая.

При закрытой форме очень велика вероятность переплаты за объект и возникновения проклятья победителя. Соответственно оценки участников аукциона могут быть более осторожными, а государство может не добиться желаемого финансового результата.

При открытой форме возможна коррекция 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 опять таки может не добиться желаемого финансового результата.

Возможна ли дополнительная премия к цене при продаже пакета акций единым лотом? Скорее всего, да, однако, с меньшей вероятностью и, соответственно, с меньшим размером. Примеры – негативный опыт победителей аукциона по ОАО «Связьинвест», а также радость победы на аукционе по ОАО «Славнефть».

Отстаивая интересы государства в вопросе максимизации поступлений от приватизации, Счетная палата РФ считает³² целесообразным организацию аукциона по продаже акции с максимально возможной начальной ценой, при этом победителя определяли бы по минимальной скидке с этой цены. Таким образом, предлагается такая форма продажи как *голландский аукцион*. Однако этот тип аукциона не предусмотрен текущим законодательством.

Де-факто продажу имущества в этой форме можно провести через ряд последовательных аукционов с плавным понижением цены. По мере удаления от даты проведения первого аукциона цена будет опускаться на шаг аукциона. Аукцион будет признан состоявшимся, когда участника аукциона устроит цена.

Из этого описания аукциона вытекают две необходимые черты государственных служащих – наличие терпения и наличие воображения. Если настойчивости, упорства и выдержки будет в достатке, и при этом мысленное представление о цене объекта приватизации не будет ограничено границами подсказок со стороны покупателей, то тогда государство может рассчитывать на приличный финансовый результат продажи.

Таким образом, перед государством как продавцом стоит нелегкий выбор между типами аукционов. На наш взгляд, для государства более выгодна форма проведения торгов в виде специализированного аукциона. Ставка на одного покупателя, обещающего заплатить большую сумму в иных формах аукциона, может не оправдать себя. Однако выбор остается за государством.

Потенциальные участники аукциона

Среди потенциальных участников аукциона по продаже государственного пакета акций ОАО «ММК» мы выделяем две³³ явно заинтересованные стороны:

- Менеджмент ОАО «ММК»
- Стальная группа «Мечел»

Менеджмент ОАО «ММК»

Менеджмент ОАО «ММК» является основным претендентом на государственный пакет. По имеющимся данным у менеджмента в собственности уже находится 37,8% голосов. Всего под контролем у менеджмента сосредоточено 57,2% голосов.

По нашему мнению, менеджмент ОАО «ММК» будет бороться за госпакет в полном размере. Тогда в собственности менеджмента будет 61,54% голосов, а всего под контролем сосредоточится 80,9% голосов.

Подталкивать к покупке всего госпакета менеджмент комбината должны три обстоятельства. Во-первых, осознание высоких рисков владения пакетами, ранее находившимися у ОАО «ЦК ФПГ «Магнитогорская сталь» и «Инкомбанка». Риски связаны со спорностью приобретения этих пакетов нынешними владельцами.

Во-вторых, наличие явно нерыночных условий в договорах доверительного управления акциями физических лиц (в основном работников ОАО «ММК»). По этим условиям договоры могут быть отменены собственниками акций путем направления ими соответствующего уведомления доверительному управляющему за один год до предполагаемой даты расторжения вышеуказанных договоров.

Это условие может стать причиной расторжения договоров в судебном порядке. Например, если появится несколько независимых структур по доверительному управлению, имеющих договоры на обслуживание без подобного или более мягкого условия. Единственным инструментом защиты менеджмента будет «естественный ландшафт территории» – предприятия Группы ОАО «ММК» являются крупными работодателями в г. Магнитогорске.

Третьим обстоятельством является простая посылка – «чтоб врагу не достался».

Исходя из того, что менеджмент ОАО «ММК» настроен на покупку всего госпакета, можно сделать вывод о том, что ему неинтересна форма спецаукциона. При этом ОАО «ММК» уже имеет определенный опыт аукционных торгов.

В октябре 2001г. Группа компаний ОАО «ММК» приобрела у государства 26% акций ОАО «УК «Кузбассуголь». 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 самого ОАО «ММК». Относительная величина роста начальной цены может поддерживаться и абсолютными значениями задействованных финансовых ресурсов.

Всего на аукционе было продано 79,73% ОАО «УК «Кузбассуголь» за \$178,7 млн. Соответственно рыночная стоимость 100% составила \$224 млн. Сводная выручка ОАО «УК «Кузбассуголь», его дочерних и зависимых обществ по российским стандартам бухгалтерского учета за 2001г. составила \$250 млн.

Таким образом, мультипликатор P/S составил 0,9. Примерно на таком же ценовом уровне³⁴ в 2001г. оценивались акции американских компаний, занимающихся добычей энергетических углей.

Исходя из этого, за основу своих стоимостных оценок ОАО «ММК» берет мировой уровень цен. Наши оценки рыночных ожиданий по стоимости госпакета в размере \$606,5 млн. базируются на российском уровне цен.

Мультипликатор EV/S для мировых сталелитейных компаний для 2003г. составил 1,48³⁵. Тогда при выручке в 2003г. \$2,87³⁶ млрд. руб., уровне долга на конец года \$600³⁷ млн. и предположения, что цена привилегированной акции составляет половину от цены обыкновенной акции, цена одной обыкновенной акции ОАО «ММК» составит **\$0,39**. Соответственно, стоимость госпакета при активном участии менеджмента ОАО ММК» составит \$742 млн. Это на 22% больше оценки, выведенной из рыночных ожиданий, и в 2,8 раза превышает начальную цену госпакета.

Таким образом, имеется высокая вероятность того, что менеджмент ОАО «ММК» будет настроен на оценки государственного пакета, превышающие рыночные ожидания для российских условий. Однако эта вероятность высока при сохранении внимания к госпакету со стороны независимых структур, которым более интересным было бы участие в спецаукционе.

Стальная группа «Мечел»

Стальная группа «Мечел» также является основным претендентом на государственный пакет.

По имеющимся данным Группа уже владеет 16,51% голосующих акций в ОАО «ММК» и является крупным поставщиком угля и руды на Магнитогорский комбинат. Поэтому покупка акций из госпакета способно усилить влияние Стальной группы «Мечел» на менеджмент ОАО «ММК» в части закупочных цен на уголь и руду, а также отпускных цен на готовую продукцию, сбываемую через сеть³⁸ Группы – Conares Trading A.G.

Группа уже встретила комбинат в цепочку сбыта своего сырья, обеспечивая около 40% всех поставок угля, 18% всех поставок руды. При этом ОАО «ММК» помогает Группе раскручивать объем производства на ее предприятиях. В частности, на ОАО «Коршуновский ГОК», которое простаивало в 2002г. полгода, имея проектную мощность до 540 тыс. тонн концентрата в месяц.

Одной Группе столько руды не требуется. Поэтому в настоящее время ГОК поставляет руду и на ОАО «Мечел» и на ОАО «ММК», хотя транспортное плечо для обоих комбинатов составляет 4 000 км. Для Челябинского комбината ГОК является родным предприятием, а для Магнитогорского – поставки с ГОКа являются явной уступкой основному акционеру.

По нашему мнению, Стальная группа «Мечел» настроена на покупку всего госпакета или большей его части. Связано это с пониманием Группой того, что после продажи госпакета она может быть уже не в числе крупных и влиятельных акционеров.

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

- 14 января 2002г. был проведен 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».

- 03 ноября 2003г. был проведен спецаукцион по продаже 29,08% ОАО «Белорецкий металлургический комбинат». Практически весь пакет был выкуплен структурами Стальной группы «Мечел». На этом аукционе начальная цена продажи 1 акции (39,46 руб.) выросла на 3,14% до 40,70 руб. Общая сумма денежных средств, потраченная Группой, составила 95 млн. руб. До аукциона структурам Стальной группы «Мечел» уже принадлежало 51,25% от уставного капитала ОАО «БМК».

На наш взгляд, прошлый опыт Стальной группы «Мечел» слабо применим к продаже госпакета ОАО «ММК». Предыдущие оба аукциона Группа выиграла без особой конкуренции, что выразилось в малом³⁹ росте начальных цен торгов. Да и абсолютные суммы, отданные за госпакеты, несоизмеримо малы на фоне предполагаемых оценок госпакета ОАО «ММК».

Исходя из этого, Стальная группа «Мечел» сама должна стремиться к созданию союзов в борьбе за государственный пакет, одним из которых, по нашему мнению, может быть с менеджментом ОАО «ММК». Объединение усилий двух существующих крупных акционеров комбината может положить конец всем притязаниям извне на контроль над ОАО «ММК».

Для Стальной группы «Мечел» это также может быть выгодным вследствие более дешевого и быстрого усиления своих позиций на комбинате, особенно в свете такой сильной зависимости финансового положения предприятий Группы от поставок своего сырья на ОАО «ММК».

© 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.

Примечания и ссылки

¹ Приводится по изданию: Ричард Лесли. Поп-арт. Новое поколение стиля. Минск: «Белфакс», 1998г., стр.122

² 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>

³ Это количество акций указано в Прогнозном плане приватизации федерального имущества на 2003г. http://www.fpf.ru/index.php?root_id=1&category_id=80

⁴ Данные Ежеквартального отчета ОАО «ММК» за 3 кв. 2003г.

⁵ Данные Годового отчета ОАО «ММК» за 2002г. <http://www.mmk.ru/documents/sobranie01.doc>

⁶ Существенный факт ОАО «ММК» от 21.03.2000г. Код факта 0300078A21032000. Ежеквартальный отчет эмитента за 1 кв. 2000г.

⁷ Отчет Счетной палаты РФ, 2000г.

⁸ Информация о сделке от 13.12.2001г. Ежеквартальный отчет эмитента за 1 кв. 2000г.

⁹ Отчет Счетной палаты РФ, 2000г.

¹⁰ Для создания собственного представления о проблеме можно посетить эти ресурсы:

<http://www.chrab.chel.su/archive/20-12-97/2/RF23.DOC.html>

<http://www.chrab.chel.su/archive/06-03-98/1/RE10.DOC.html>

[http://uvest.garant-ural.ru/Uuv2\(5\)99/15.htm](http://uvest.garant-ural.ru/Uuv2(5)99/15.htm)

<http://www.compromat.ru/main/rashnikov/saga.htm>

<http://www.uralpolit.ru/print.php?from=articles&id=3351>

<http://www.stringer.ru/Print.mhtml?PubID=1664&Part=37>

<http://www.chrab.chel.su/archive/05-02-03/5/A130847.DOC.html>

¹¹ Березанская Е., Евстигнеева Е., Козырев М. Все, что нажито непосильным трудом. Как делили промышленный холдинг Инкомбанка. «Ведомости», 15.05.2001г. <http://www.bankr.ru/doc/133>

¹² Данные Ежеквартального отчета ОАО «ММК» за 3 кв. 2003г.

¹³ Березанская Е., Евстигнеева Е., Козырев М. Все, что нажито непосильным трудом. Как делили промышленный холдинг Инкомбанка. «Ведомости», 15.05.2001г. Более свежая реплика Счетной палаты РФ: «Инкомбанк до сих пор полностью не рассчитался с государством» http://www.ach.gov.ru/news/19122003_2.shtml

¹⁴ При этом мы осознаем тот факт, что официально нанятый оценщик для определения начальной цены государственного пакета может использовать собственную методику оценки. Примером этого является экспертиза определения начальной цены продажи пакетов акций, рассмотренная в деталях Счетной палатой РФ: <http://www.ach.gov.ru/bulletins/2003/8-11.shtml>

¹⁵ Постановление Правительства РФ от 31 мая 2002 г. №369 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» (с изменениями от 16 апреля, 31 июля 2003 г.)

¹⁶ Рожкова М. Мазурин Н. Магнитка боится РТС. «Ведомости», 11 сентября 2002г.

¹⁷ Мы не учитываем в расчетах долговое финансирование и, соответственно, такой более комплексный показатель как «стоимость предприятия» (EV), так как считаем, что при тех значениях доли долгового финансирования в стоимости предприятия (3-10%) дополнительных выгод или рисков для акционеров не наблюдается.

¹⁸ Новый акционер НЛМК. «Ведомости», 14 января 2004г.

¹⁹ В Годовом отчете ОАО «НЛМК» за 2002г. сообщается (стр.15, <http://www.nlmk.ru/rus/index/data/nlmc-2002-rus.pdf>), что инвестиционный консорциум, организатором и одним из основных участников которого выступила Инвестиционная Группа «Ренессанс Капитал», приобрел в общей сложности 34% акций ОАО «НЛМК».

На наш взгляд, если консорциум и имел место, то только как промежуточное и временное звено, а конечным покупателем всех акций ОАО «НЛМК» являлся менеджмент комбината.

Например, изначально среди конечных покупателей акций числилось ЗАО «ЛКБ-Инвест», которое купило 9,01% комбината. Это общество с 01.10.1997г. до 21.06.2002г. на 100% принадлежало ОАО «Липецккомбанк». На протяжении всего 2002г ОАО «НЛМК» прямо и косвенно контролировало более 56% УК банка.

²⁰ Существенный факт ОАО «ГМК «Норильский никель» от 27.02.2002г. Код факта 0740155F27022002. Ежеквартальный отчет эмитента за 1 кв. 2002г.

²¹ ОАО «ГМК «Норильский никель» продало акции ОАО «НЛМК» компании Juniper Vale Holdings Limited (Barbados), которая являлась на протяжении значительного периода крупным акционером сначала ОАО «Норильская горная компания», а потом ОАО «ГМК «Норильский никель». На момент продажи акций ОАО «НЛМК» компания Juniper уже не являлась акционером ОАО «ГМК «Норильский никель», хотя на наш взгляд оставалась аффилированной с «Интерросом».

²² Проспект эмиссии ОАО «ГМК «Норильский никель». Утвержден Советом директоров 20 марта 2001г., протокол №10.

²³ Рыночная цена в терминах и расчетах РТС.

²⁴ Такой же временной период указан в «Правилах определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», а также использовался при оценке акций региональных телекомов при реорганизации «Связьинвеста»

http://www.nwtelecom.ru/ptsn/img/risu2911046ED3A44FBBA7C2B91237FB3486/akzii_pts.pdf

²⁵ Устав ОАО «ММК» в редакции от 30.05.2003г. (в предыдущей редакции положение о дивидендах по привилегированным акциям было тем же): <http://www.mmk.ru/documents/doc01.doc>

²⁶ Федоринова Ю. Продажа Магнитки откладывается. «Ведомости», 15 декабря 2003г.

[http://www.zsmk.ru/news/evr/files/19.09.2003\(dop\).doc](http://www.zsmk.ru/news/evr/files/19.09.2003(dop).doc)

http://www.tdvtz.ru/branch/form_news_branch.2004-01-08.1823

²⁹ Постановление Правительства РФ от 12 августа 2002г. №585 «Об утверждении Положения об организации продажи государственного или муниципального имущества на аукционе и Положения об организации продажи находящихся в государственной или муниципальной собственности акций открытых акционерных обществ на специализированном аукционе» (с изменениями от 11 ноября 2002г.).

³⁰ Рычков О.А. Аукционы с переменным числом участников и финансовыми ограничениями:

<http://www.iet.ru/special/students/rychkov.pdf>

³¹ Расчет по модели Блэка-Шоулза для европейского опциона колл с выплатой дивидендов. Базовая цена равна нормативной цене аукциона, цена исполнения равна цене исходя из рыночных ожиданий, срок действия опциона равен 2 годам, волатильность акций составила 90% (в три раза выше, чем волатильность индекса РТС по итогам 2003г. (в 2002г. – 29,7%)), увеличение в три раза объясняется повышенной неопределенностью результатов судебных разбирательств, составов коалиций участников аукциона), безрисковая ставка составила 5,5% исходя из принятой дюрации в 2 года и доходности к погашению ГКО/ОФЗ на середину января 2004г., дивидендная доходность равна 2%.

³² Экспертиза определения начальной цены продажи пакетов акций, Счетная палата РФ

<http://www.ach.gov.ru/bulletins/2003/8-11.shtml>

³³ Наверное, можно выделить и большее количество претендентов как, например, здесь:

<http://conflict.rosbalt.ru/print.php/stories/250>

Однако все варианты сотрудничества сводятся к альянсам с двумя основными акционерными группами.

³⁴ Источник: Merrill Lynch. Выборка угольных компаний включает: Arch Coal Inc, Consol Energy, Massey Energy, Peabody Energy Company, Fording Inc.

³⁵ Выборка компаний включает: Gerdau, POSCO, CSN, China Steel, Arcelor, Corus. Мультипликатор EV/S выбран в связи с тем, что средняя доля долгового финансирования в стоимости предприятия по выборке составила 28%.

³⁶ Выручка 88 млрд. руб. по среднегодовому курсу руб./USD:

<http://www.mmk.ru/web/mmk/ShowNews.ShowNew?nID=2365>

³⁷ По данным Standard & Poor's, совокупный долг ОАО «ММК» по состоянию на 30 июня 2003 г. составил \$549 млн. Мы округлили в большую сторону:

<http://www.sandp.ru/printer.phtml?idcontent=943&generic=pressrelease>

³⁸ Сбытовая сеть «Mechel Metal Supply Limited» («Conares Trading A.G.»):

<http://www.conares.com/Public/index1.htm>

³⁹ Например, наши оценки по ОАО «Белорецкий металлургический комбинат» предполагали больший рост начальной цены при наличии интереса со стороны независимых структур. См. наш отчет:

<http://www.skrin.ru/analytics/reviews/documents/bmk-report.pdf?227CA8A6088C4A7387C92D4486D6250D>