

**ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ АКЦИЙ
ОАО "ММК"**

Апрель 2004 года

СОДЕРЖАНИЕ

<u>СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ОТРАСЛИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ</u>	4
Конкуренция	7
Экспортные перспективы	9
Участие в объединениях и холдингах	13
<u>ХАРАКТЕРИСТИКА ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЭМИТЕНТА</u>	15
Операционная деятельность	15
Прогноз операционной деятельности	16
Инвестиционная деятельность	17
Прогноз инвестиционной деятельности	18
Финансовая деятельность	18
Прогноз финансовой деятельности	20
<u>УРОВЕНЬ МЕНЕДЖМЕНТА И ХАРАКТЕРИСТИКА МАЖОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ</u>	21
Менеджмент	21
Прозрачность и доступность сведений об эмитенте	21
<u>ОЦЕНКА МЕТОДОМ ОТРАСЛЕВЫХ АНАЛОГОВ</u>	22
Выбор аналогов	22
Критерии оценки	22
Оценка стоимости акций ОАО "ММК"	24
<u>АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ЭМИТЕНТА</u>	26
<u>ОЦЕНКА МЕТОДОМ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА</u>	28
Денежный поток за предыдущие периоды	28
Расчет ставки дисконтирования	29
Прогноз денежного потока	31
<u>ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ МЕТОДОМ ЧИСТЫХ АКТИВОВ</u>	34
<u>СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ</u>	35

Состояние и перспективы развития отрасли в Российской Федерации

Характеристика рынка¹

Металлургия является одним из ведущих секторов российской экономики и по объему налоговых платежей в бюджет занимает третье место после нефтяного и газового секторов. В настоящее время отрасль приватизирована на 92%.

Таблица. Динамика производственных показателей черной металлургии России, млн. т.

Наименование продукции	1999 год	2000 год	2001 год	2002 год	2003 год
Чугун	40,85	44,58	44,98	46,30	48,40
Сталь	52,52	59,14	58,97	59,80	62,70
Прокат	40,87	46,68	47,10	48,50	51,10
Трубы	3,30	4,98	5,40	5,12	6,10

Позитивная динамика производства российской металлопродукции по-прежнему находится на устойчивом уровне.

В 2003 г. предприятия черной металлургии продолжили наращивание объемов производства: было произведено 48,4 млн. т чугуна, или 103,6% к 2002 г.; выплавлено 62,7 млн. т стали, или 104,7% к 2002 г.; поставлено потребителям 51,1 млн. т готового проката черных металлов, или 105,3% по сравнению с 2002 г.

Основными задачами черной металлургии в 2004 г. по-прежнему является сохранение и дальнейшее развитие достигнутых позиций на внешнем и внутреннем рынках. С этой целью на предприятиях черной металлургии России продолжается работа по коренной реконструкции производства для повышения конкурентоспособности, улучшения структуры сортамента выпускаемой продукции, реализуются программы стратегического развития.

Так, одной из важнейших программ технического развития ОАО «ММК» является реконструкция сталеплавильного производства. В 2003 г. здесь начато создание комплекса по производству сортового проката, включающего реконструкцию мартеновского цеха с заменой разливки стали в изложницы на непрерывную разливку, выплавку стали в современных сталеплавильных агрегатах и реконструкцию существующих сортопрокатных станков. В марте 2003 г. был

¹ По данным кредитного заключения ОАО "ММК" подготовленного Deutsche Bank, Журнала «Металлург», №2 за 2004 г.

подписан контракт с фирмой «ФАИ» (Австрия) на поставку двух сортовых МНЛЗ и агрегата ковш-печь.

На «Мечеле» в первом квартале 2004 г. намечено ввести в эксплуатацию МНЛЗ, прорабатывается вопрос о начале строительства еще одной сортовой МНЛЗ.

В 2004 г. на «НТМК» планируется завершить реконструкцию доменной печи № 6 с увеличением ее мощности до 1,6 млн. т/год чугуна. Здесь же в 2003-2004 гг. будет закончено строительство и введена в эксплуатацию установка десульфурации чугуна. В 2004 г. будут введены в строй МНЛЗ с "мягким обжатием" и склад слябов. Слябы будут поставляться в листопрокатный цех № 3 «Северстали» для прокатки их на толстолистовом стане 5000. В 2004 г. планируется закончить реконструкцию колесопрокатного производства.

Производство сортового проката в 2003 г. составило 27,7 млн. т (102,1% к его производству 2002 г.), а в структуре готового проката черных металлов его доля снизилась с 55,9% до 54,3%. Производство листового проката выросло на 8,6% и составило 22,7 млн. т, а его доля выросла с 43,1% до 44,5%. Производство листовой холоднокатаной стали выросло на 12,6% и составило 7,7 млн. т против 6,8 млн. т в 2002 г.

В истекшем году отмечен значительный рост производства листовых штрипсов, листа и жести с покрытием. Так, производство штрипсов составило в 2003 г. 2,1 млн. т (122,3% к 2002 г.), что объясняется ростом производства в трубной подотрасли.

Производство листа и жести с покрытием выросло на 22,3% в связи с принятием в апреле 2003 г. постановления Правительства РФ о введении импортных пошлин на холоднокатаный листовой металл с антикоррозионными покрытиями, поставляемый с Украины (24,3%), и увеличением спроса на оцинкованный металл на внутреннем и внешнем рынках. Кроме того, в июле 2002 г. Магнитогорский металлургический комбинат ввел в эксплуатацию агрегат непрерывного горячего цинкования, мощностью 500 тыс. т в год.

Поданным Госкомстата России, мощности прокатного производства на 1.01.2003 г. составляли 61,9 млн. т. Использование мощностей с учетом экспортной литой заготовки (заготовка плоская и квадратная с МНЛЗ по методике Госкомстата России включается в готовый прокат) в 2003 г. составило 82,4%.

В 2003 г. внутреннее потребление проката черных металлов по предварительным данным составило 26,2 млн. т, что на 18% выше уровня 2002 г. (22,2 млн. т). Предложение отечественного проката составило 23,4 млн. т и выросло по сравнению с 2002 г. почти на 3 млн. т. Рост потребления проката вызван увеличением производства в машиностроении, строительстве, транспорте, топливно-энергетическом комплексе, а также благоприятным инвестиционным климатом.

Главную задачу при поставке продукции на внутренний рынок металлургии видят в повышении качества выпускаемой продукции, расширении ее сортамента, увеличении выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью, в наиболее полном обеспечении требований металлопотребляющих отраслей экономики. Одним из путей достижения этой цели является подписание долгосрочных договоров между металлургическими предприятиями и металлопотребляющими отраслями на взаимовыгодных условиях.

С целью расширения внутреннего рынка высококачественного металла и повышения конкурентоспособности отечественных автомобилей металлургии тесно сотрудничают с автомобилестроителями в области расширения использования оцинкованного стального листа. Такое сотрудничество дало положительные результаты. По предварительным данным, рост внутреннего потребления оцинкованного проката составил 11%.

Одной из проблем, осложняющих положение предприятий черной металлургии в этом сегменте рынка, является наличие импортной металлопродукции, прежде всего из Украины и Казахстана.

В целях защиты отечественных производителей оцинкованного проката Правительство РФ постановлением от 2 апреля 2003 г. № 189 сроком на 2,5 года установило антидемпинговую пошлину в размере 24,3% от таможенной стоимости на оцинкованный прокат происхождением из Украины по 6 кодам ТН ВЭД. С Украиной была достигнута договоренность о добровольных обязательствах по поставкам в Россию оцинкованного проката, предусматривающих объем поставок, цены, количество кодов ТН ВЭД. По этому вопросу подготовлен проект постановления Правительства РФ. Подготовлен также проект постановления Правительства РФ о самоограничении поставок оцинкованного проката, принятого Казахстаном по объему, цене, кодам ТН ВЭД.

В октябре 2003 г. Комиссией Правительства РФ по защитным мерам во внешней торговле и таможенно-тарифной политике принято решение о начале антидобровольных обязательств по поставкам в Россию оцинкованного проката, предусматривающих объем поставок, цены, количество кодов ТН ВЭД. По этому вопросу подготовлен проект постановления Правительства РФ. Подготовлен также проект постановления Правительства РФ о самоограничении поставок оцинкованного проката, принятого Казахстаном по объему, цене, кодам ТН ВЭД.

В октябре 2003 г. Комиссией Правительства РФ по защитным мерам во внешней торговле и таможенно-тарифной политике принято решение о начале антидемпингового расследования в отношении импорта из Украины в Россию швеллеров.

Конкуренция²

Состояние и развитие российской металлургии определяется восемью крупнейшими предприятиями отрасли:

1. ОАО «ММК» (Магнитогорский металлургический комбинат).
2. ОАО «Северсталь» (Череповецкий металлургический комбинат).
3. ОАО «НЛМК» (Новолипецкий металлургический комбинат).
4. ОАО «ЗСМК» (Западно-Сибирский металлургический комбинат).
5. ОАО «КМК» (Кузнецкий металлургический комбинат).
6. ОАО «Мечел» (Челябинский металлургический комбинат).
7. ОАО «НОСТА» (Орско-Халиловский металлургический комбинат).
8. ОАО «НТМК» (Нижнетагильский металлургический комбинат).

На долю этих предприятий приходится до 90% производства металлопродукции в России. ОАО «ММК» занимает первое место по производству в России стали и товарной продукции. Доля Общества на рынке готовой продукции составляет 19,8%. Основными конкурентами ОАО «ММК» являются ОАО «Северсталь» и ОАО «НЛМК», доли которых в производстве товарной продукции составляет 17,4% и 16% соответственно.

Отгрузка товарной продукции трех основных сталелитейных компании России представлена в таблице далее.

Таблица. Отгрузка товарной продукции ОАО «ММК», ОАО «Северсталь» и ОАО «НЛМК» в 2002 году, тыс. тонн.

Вид продукции		ОАО «ММК»	ОАО «Северсталь»	ОАО «НЛМК»
Слябы	Внутренний рынок *	5	3	
	Экспорт	736	605	3 242
	Всего	741	608	3 242
Заготовка	Внутренний рынок *	98	7	
	Экспорт	89		
	Всего	187	7	
Сортовой прокат	Внутренний рынок *	1 046	1 267	
	Экспорт	326	247	
	Всего	1 372	1 514	
Горячекатаный прокат	Внутренний рынок *	1 840	1 702	964
	Экспорт	2 987	2 343	1 124
	Всего	4 827	4 045	2 088

² По данным годового отчета ОАО "ММК" для инвесторов, системы "СКРИН"

<i>Вид продукции</i>		ОАО «ММК»	ОАО «Северсталь»	ОАО «НЛМК»
Холоднокатаный прокат	Внутренний рынок *	502	786	819
	Экспорт	913	732	952
	Всего	1 415	1 518	1 771
Оцинкованный прокат	Внутренний рынок *	133	359	237
	Экспорт	90	99	96
	Всего	223	458	333
Прочий прокат с покрытием **	Внутренний рынок *	197		121
	Экспорт	119		34
	Всего	316		155
Динамная сталь	Внутренний рынок *			61
	Экспорт			140
	Всего			201
Трубы	Внутренний рынок *	91	120	
	Экспорт	6	58	
	Всего	97	178	
Лента холоднокатаная	Внутренний рынок *	150	61	27
	Экспорт	188	16	94
	Всего	338	77	121
Гнутые профили	Внутренний рынок *	55	75	19
	Экспорт	15	18	
	Всего	70	93	19
Метизы и электроды	Внутренний рынок *	69		
	Экспорт	13		
	Всего	81		
Итого	<i>Внутренний рынок *</i>	<i>4 185</i>	<i>4 380</i>	<i>2 248</i>
	<i>Экспорт</i>	<i>5 482</i>	<i>4 118</i>	<i>5 682</i>
	Всего	9 667	8 498	7 930

* для ОАО "ММК" отгрузка на внутренний рынок приведена вместе с СНГ

** для ОАО «ММК» – белая жесь, ОАО «НЛМК» – лист с полимерным покрытием

Из таблицы видно, что ОАО "ММК" опережает своих основных конкурентов по общему объему выпускаемой продукции, а так же по объемам выпуска горячекатаного проката. По объемам экспорта среди трех основных предприятий черной металлургии лидирует ОАО "НЛМК". Это предприятие экспортирует 71,7% своей продукции (в натуральном выражении). ОАО "ММК" экспортирует лишь 56,7% продукции. Значительные объемы экспорта ОАО "НЛМК" достигает за счет экспорта слябов³. На внутреннем рынке по объемам продаж

³ Слябы - заготовки для прокатки листовой стали.

продукции в натуральном выражении лидирует ОАО "Северсталь". Лидерство достигается в основном за счет сортового, холоднокатаного и оцинкованного проката.

Таблица. Финансовые результаты компаний отрасли.

Наименование	Показатель	2000г.	2001г.	2002г.	3-й кв. 2003г.
ОАО "ММК"	Чистая выручка	46 381,39	47 344,41	60 476,10	65 743,24
	Чистая прибыль	7 211,07	6 067,28	3 099,40	15 560,38
ОАО "Северсталь"	Чистая выручка	59 084,10	52 367,15	60 322,71	60 095,73
	Чистая прибыль	17 573,11	5 081,61	6 353,34	14 176,58
ОАО "НЛМК"	Чистая выручка	38 619,11	37 220,60	53 296,84	55 015,75
	Чистая прибыль	10 487,34	6 030,87	15 097,58	17 216,84
ОАО "ЗСМК"	Чистая выручка	16 021,69	17 764,44		23 880,05
	Чистая прибыль	710,67	-1 740,06		3 494,13
ОАО "КМК"	Чистая выручка	6 488,46	12 832,45	14 638,70	1 530,19
	Чистая прибыль	372,52	-64,84	-761,09	-289,62
ОАО "Мечел"	Чистая выручка	15 563,20	16 421,47	18 616,17	18 673,58
	Чистая прибыль	1 149,73	298,29	590,65	473,39
ОАО "НОСТА"	Чистая выручка	10 397,75	9 215,38	10 731,00	10 756,67
	Чистая прибыль	791,29	-823,96	-1 901,78	-2 290,46
ОАО "НТМК"	Чистая выручка	18 280,36	18 280,36	24 979,06	23 784,81
	Чистая прибыль	533,78	428,27	2 084,15	3 540,55

Из таблицы видно, что по выручки среди конкурентов лидирует ОАО "ММК", а по финансовому результату опережает конкурентов ОАО "НЛМК".

Экспортные перспективы⁴

В 2002 году экспорт ОАО «ММК» составил около 56,7% от общего объема реализации металлопродукции, в 2003 году - 52,7%. Ключевыми рынками для компании являются регионы Юго-Восточной Азии (ЮВА), Ближнего Востока и Китая, на долю которого приходится свыше 22% экспортных поставок. В целом на регион ЮВА свыше 45% экспортных поставок. В 2002 году значительного расширения географии экспортных поставок ОАО «ММК» не произошло, что во многом объясняется уже сложившейся географией поставок и расположением основных центров потребления металлопроката.

В структуре поставок компании наибольшая доля приходится на листовой металлопрокат, как горячекатаный, так и холоднокатаный. Доля этих видов продукции в экспортных поставках в 2002 году составила 75%. При этом доля заготовки в общем объеме реализации продукции постоянно уменьшается: в 2001 году доля заготовки в экспорте составляла более 23%, в 2002 году она снизилась до

⁴ По данным годового отчета ОАО "ММК" для инвесторов, Журнала "Национальная Металлургия" № 5, 2003, Журнала «Металлург», №2 за 2004 г.

15%. Подробная география экспортных поставок за 2002 год в сравнении с 2001 годом представлена в следующей таблице.

Таблица. Структура экспорта ОАО «ММК», тыс.тонн.

<i>Регион</i>	<i>2001 год</i>	<i>2002 год</i>	<i>+/-</i>
Юго-Восточная Азия	2 422	2 656	234
Африка	76	154	78
Ближний Восток	1 274	1 460	186
Восточная Европа	111	194	83
Западная Европа и страны Скандинавии	713	711	-2
Северная Америка	40	176	136
Центральная и Латинская Америка	38	29	-9
Страны Балтии и ближнего зарубежья	139	102	-37
<i>Всего</i>	<i>4 813</i>	<i>5 482</i>	<i>669</i>

Российская металлургическая промышленность является активным участником мирового рынка металлов. В 2003 г., по сравнению с 2002 годом, стоимостной объем экспорта продукции черной металлургии (металлургического сырья, чугуна, ферросплавов, проката, труб, метизов и др.) по предварительным данным вырос на 30% и составил около 10,6 млрд. долл., в том числе в страны дальнего зарубежья 8,6 млрд. долл. (на 28%), в страны СНГ - 2,0 млрд. долл. (на 43,5%). Рост стоимостного объема экспорта продукции черной металлургии был достигнут за счет роста экспортных цен и прироста экспорта проката высокого передела. На 31% вырос экспорт листа с покрытием, на 9% - холоднокатаного листа, на 15,5% - сортового проката и стальных труб, на 17% - метизов.

Таблица. Динамика экспорта продукции черной металлургии России, тыс. тонн.

<i>Наименование продукции</i>	<i>1999 год</i>	<i>2000 год</i>	<i>2001 год</i>	<i>2002 год</i>	<i>2003 год</i>
Руды и концентраты железорудные	10841,1	19224,0	13955,0	13064,9	16290,0
Кокс	2281,7	1507,6	2073,7	3236,3	3545,0
Чугун	2795,6	3573,8	3648,0	4193,5	4541,0
Ферросплавы	402,5	398,4	371,6	388,9	544,6
Лом и отходы	8279,7	7961,1	6372,9	6543,8	7520,0
Стальные слитки	996,0	836,4	703,7	360,8	265,0
Заготовка	12233,5	11811,0	12384,3	12197,7	11125,0
Прокат листовой	10246,3	11123,9	9406,1	11569,8	11430,0

<i>Наименование продукции</i>	<i>1999 год</i>	<i>2000 год</i>	<i>2001 год</i>	<i>2002 год</i>	<i>2003 год</i>
Прокат сортовой	4054,5	4021,8	4386,7	4198,7	4840,0
Трубы и фитинги	429,3	696,7	927,1	971,5	1125,0
Метизы	130,5	197,9	230,9	260,0	305,0
Стоимость, млн. дол.	6126,0	7714,1	7146,4	8133,0	10600,0

Экспорт чугуна увеличился на 8%, ферросплавов - на 40%, железорудного сырья - на 25%, кокса - на 9,5%. Экспорт проката черных металлов (стальные полуфабрикаты, листовой и сортовой прокат), по предварительным данным, составил 27,7 млн. т, т.е. несколько снизился по сравнению с 2002 г. (29,2 млн. т) за счет снижения экспорта стальных полуфабрикатов на 10% и горячекатаного листа (во втором полугодии) - на 5%.

Средние экспортные цены на лист с покрытием и стальные полуфабрикаты выросли на 23%, на холоднокатаный лист и чугун - на 40%, на горячекатаный лист на 30%, на сортовой прокат и стальные трубы - на 15%, на метизы - на 9%, на ферросплавы и железорудное сырье - на 7%, на кокс - на 26%.

Высокий объем экспорта металлопродукции стал возможен в частности благодаря активизации защиты интересов отечественных производителей черных металлов на внешних рынках.

Были приняты Дополнения к Соглашению о торговле некоторыми видами металлопродукции между Российской Федерацией и Соединенными Штатами по увеличению российской квоты на чугун, стальные полуфабрикаты. С Евросоюзом (ЕС) было подписано дополнение к Соглашению по увеличению объема квот на поставки российской стальной продукции. Ведутся переговоры о возможности увеличения поставок стальной продукции из России на европейские рынки в связи с предстоящим расширением ЕС. Успехом можно считать прекращение ЕС антидемпингового расследования в отношении одного из видов российского металлопроката.

Важным для российских экспортеров является китайский рынок. Здесь на 2003 г. удалось добиться отмены некоторых защитных мер, предпринятых Китаем в отношении российского металлопроката. Однако в конце года Китай резко поднял ввозные таможенные пошлины на холоднокатаную продукцию, что может значительно понизить возможности экспорта российской металлопродукции в эту страну в 2004 г.

Большой интерес российские экспортеры проявляют к рынкам стран Южной Америки. Экспорт в эти страны крайне низок и ограничен различными защитными мерами, предпринятыми этими странами. Очень многие страны мира жестко защищают свои рынки от высокотехнологичной металлопродукции.

Благодаря усилиям России в Аргентине было прекращено антидемпинговое расследование по листовому прокату из России. Бразилия, Колумбия официально признали рыночный статус российской экономики, в связи с чем стал возможен пересмотр антидемпинговых расследований.

Одним из направлений укрепления позиций российских металлургических компаний на крупных мировых рынках (европейском, американском) становится приобретение ими (ОАО "Северсталь", ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат", Стальная группа "Мечел", ОАО ГМК "Норильский никель") в собственность иностранных компаний, что позволит занять на этих рынках соответствующее место в ряду крупнейших зарубежных металлопроизводителей.

Таблица. Структура российского экспорта холоднокатаной стали.

Страна	Объем экспорта, %		
	2001 год	2002 год	2003 год
Корея	15	14	14
Китай	6	12	13
Малайзия	10	10	9
Иран	9	9	9
Турция	8	8	8
Италия	7	5	4
Испания	3	2	3
Индия	2	2	3
Вьетнам	7	8	2
Прочие	33	30	35

Явные лидеры закупок российского проката Китай, Малайзия, Иран наращивают объемы импорта российской стали. Суммарная доля этих стран составила в 2001 году 54%, а в 2003 - уже 76%. Такое положение дел говорит о том, что регион ЮВА - самый перспективный рынок сбыта для российских металлургических предприятий. Но только при условии, что эти страны сохранят темпы роста потребления холоднокатаного листа, и не будут увеличивать объемы собственного производства. Опасность роста собственного производства стали в регионе есть. В 2002 году выпуск стали в Китае по сравнению с 2001 годом возрос на 20%. Рынок ЮВА и Китая перспективен не только для поставщиков стали, но и для поставщиков металлургического оборудования. Такие мировые гиганты производства металлургического оборудования как Danieli, Voest Alpine и SMS Demag уже вышли на рынок ЮВА.

В 2004 году Китай ввел заградительные пошлины на ввоз холоднокатаного проката в диапазоне от 0 до 55% для пяти стран - России, Украины, Южной Кореи, Казахстан и Тайваня. Срок действия пошлин - 5 лет. В 2003 г. в Китае выплавлено порядка 230 млн. т стали и импортировано 37 млн. т стали. По сравнению с 2002 г. рост потребления стали в Китае составил 24 %, а рост цен на нее - 20 %. По прогнозам, в 2004 г. потребление стали может достичь 290 млн. т.

Участие в объединениях и холдингах⁵

Официально, согласно ежеквартальному отчету за 4 кв. 2003 г. ОАО "ММК" участвует в следующих объединениях: "Ассоциация промышленных предприятий и банков Челябинской области" (является членом ассоциации с 1997 г.), "Всероссийская ассоциация приватизируемых и частных предприятий" (является членом ассоциации с 04.07.1997 г.).

По данным газеты "Коммерсантъ" и аудиторов счетной палаты, ОАО "ММК" контролируется топ-менеджментом через систему перекрестного акционирования. Компаний-партнеров комбината, аффилированных с менеджерами ММК, насчитывается более пятидесяти. Учредителями ЗАО "Профит" (крупнейший поставщик лома для ММК) являются близкие родственники гендиректора комбината Виктора Рашникова. Менеджерам ММК принадлежит и контрольный пакет акций Кредитуралбанка (КУБ, лично В. Рашникову принадлежит 11,83% акций), через который идет большинство средств комбината. Генеральный директор комбината владеет также 11% ООО "Траст Капитал М", которое контролирует страховую компанию СКМ, обеспечивающую около 70% страховых услуг работникам Магнитки.

Таблица. Структура уставного капитала ОАО "ММК".

Наименование	Вид зарег. лица	Доля в УК, %
"КУБ" ОАО	Номинальный держатель	31,1
Минимущество РФ	Собственник	17,8
Fulvell Investments Ltd.	Собственник	15,4
"ВБРР" ОАО	Номинальный держатель	6,87
ЗАО "ОДК"	Номинальный держатель	6,63
АКБ "Мосстройэкономбанк"	Номинальный держатель	6,63
ЗАО ИК "Расчетно-фондовый центр"	Номинальный держатель	5,64
<i>Итого</i>		<i>90,07</i>

Крупный акционер комбината - Fulvell Investments Ltd. (Кипр), по данным Счетной палаты, аффилирована с ОАО "Южный Кузбасс". ОАО "Южный Кузбасс" входит в "Стальную Группу Мечел". ОАО "ММК" владеет крупными пакетами акций ОАО "Магнитогорский калибровочный завод" и ОАО "Магнитогорский метизно-металлургический завод".

Уже несколько лет подряд планируется продажа принадлежащего государству пакета акций ОАО "ММК". В заключении Счетной палаты по результатам проверки общества отмечается, что государственное управление

⁵ Газета "Коммерсантъ" от 17.11.2003, квартальный отчет ОАО "ММК" за 4 кв. 2003 г., Сводный отчет Счетной палаты о результатах комплексной проверки финансово-хозяйственной деятельности открытого акционерного общества "Магнитогорский металлургический комбинат"

пакетом акций осуществляется неэффективно. Возможно, в связи с этим или для повышения рыночной стоимости комбината перед продажей государственного пакета акций, менеджменту компании было рекомендовано разработать дивидендную политику.

Государство не владеет блокирующим пакетом акций "ММК" и не может существенно влиять на интересы других акционеров. Как было отмечено Счетной палатой, представители власти, избранные в совет директоров акционерного общества, почти не участвуют в его работе.

Характеристика деятельности эмитента

Операционная деятельность⁶

ОАО "ММК" ежегодно увеличивает объемы выпуска товарной продукции.

Таблица. Производство основных видов продукции.

Продукция	2001 г.	2002 г.		2003 г.	
	тыс. тонн	тыс. тонн	темп роста, %	тыс. тонн	темп роста, %
Агломерат	9118	9336	102,4	10000	107,1
Кокс 6% влажности	4918	5188	105,5	5553,4	107,0
Чугун	8662	9264	106,9	9766,2	105,4
Сталь	10343	11009	106,4	11474,9	104,2
в т.ч. конвертерная	7915	8843	111,7	9502,7	107,5
Товарная металлопродукция	9011	9667	107,3	10266,7	106,2

Из таблицы видно, что темпы роста в 2003 году по сравнению с 2002 годом несколько замедлились. Значительный прирост выпуска агломерата, возможно, связан с реконструкцией агломератного производства.

В 2003 году предприятие сократило поставки своей продукции на экспорт до 52,7% (в 2002 году на экспорт поставлялось 56,7% продукции).

Одной из главных задач компании является доведение уровня продаж до 25% от общего количества потребляемого металлопроката в России. Для реализации этой задачи ОАО «ММК» уже приступило к созданию вертикальных маркетинговых систем, образовав холдинг с метизно-металлургическим и калибровочным заводами, осуществляющими более глубокую переработку металла, приступило к реализации программы создания собственной сервисной сбытовой сети на территории России.

Одной из стратегических задач комбината является увеличение выпуска продукции высоких переделов, в частности стального листа с различным покрытием. По мнению руководства комбината, продукция высоких переделов более рентабельна. Кроме того, выпуск разнообразных видов продукции высоких переделов позволяет существенно увеличить рынок сбыта и объемы продаж. В 2003 году в структуре товарной металлопродукции ОАО "ММК" произошли изменения - доля реализации заготовки достигла своего исторического минимума и составила

⁶ По данным годового отчета ОАО "ММК" для инвесторов, Журнала "Металлург" №1 за 2004, пресс-службы ОАО "ЧТПЗ"

менее 5%, в то же время доля высокорентабельной продукции четвертого передела возросла до 14%.

Наиболее важными потребителями продукции ОАО «ММК» являются машиностроение, строительная индустрия, трубная отрасль, переделные заводы, а также крупнейшие металлоторговые компании. Структура поставок Компании по отраслям на внутренний рынок металлопроката приведена в таблице.

Таблица. Отраслевая структура потребления металлопроката ОАО "ММК" в 2002 году, %

Отрасль промышленности	Заготовка	Сортовой прокат	Лист горячекатаный	Лист холоднокатаный	Лист оцинкованный	Лента холоднокатаная
Металлургия	97,3	27,2	15,4	3,9	5,2	3,1
Производство труб	0	0,3	47,7	17,3	0,0	2,3
Машиностроение	0	8,4	6,9	6,6	6,3	9,4
Автомобилестроение	0	3,4	5,3	25,9	2,3	61,1
Строительство	0	6,1	2,9	2,3	6,6	0,0
Прочие	2,7	54,7	21,7	43,8	79,7	24,0
Всего	100	100	100	100	100	100

Как видно из таблицы, ОАО "ММК" в наибольшей степени зависимо от таких отраслей промышленности как металлургия, трубная промышленность, автомобилестроение. Учитывая тесные хозяйственные отношения с этими отраслями, компания приступила к созданию вертикально-интегрированного холдинга с металлургическими предприятиями (ОАО "Магнитогорский калибровочный завод" и ОАО "Магнитогорский метизно-металлургический завод"), подписала соглашение о сотрудничестве до 2010 года с ОАО "Челябинский трубопрокатный завод". Соглашение о сотрудничестве с ОАО "ЧТПЗ" направлено на расширение сортамента и улучшение качества труб большого диаметра производства ЧТПЗ. Как сообщает пресс-служба ЧТПЗ, программа сотрудничества также закрепит соответствующие мероприятия по модернизации производства ММК, в том числе и строительство нового толстолистового стана.

Прогноз операционной деятельности

Производство стального проката в России непрерывно растет на протяжении пяти последних лет ежегодно в среднем на 5,9%. Объемы экспорта листового проката изменяются нестабильно. В среднем за последние пять лет

наблюдается ежегодный рост на 3,7%. Средний рост экспорта продукции черной металлургии в стоимостном выражении составляет 15,7% ежегодно.

В планах ОАО «ММК» довести объемы продаж до 25% от общего количества потребляемого металлопроката в России.

Учитывая положительную динамику рынков, а так же планы компании по увеличению объемов продаж, реализуемую уже несколько лет инвестиционную программу, можно ожидать в ближайшие годы непрерывного роста объемов продаж и выручки.

Инвестиционная деятельность⁷

На предприятии существует инвестиционная программа до 2010 года.

Общий объем инвестиций в модернизацию и обновление основных производственных фондов в 2003 году составил 5 400 млн. руб., в 2002 году - 7 580 млн. рублей. В 2001 году на подобные цели было израсходовано 6 301 млн. рублей. Первоначально в 2003 году планировалось осуществить инвестиции в размере 4 500 млн. руб.

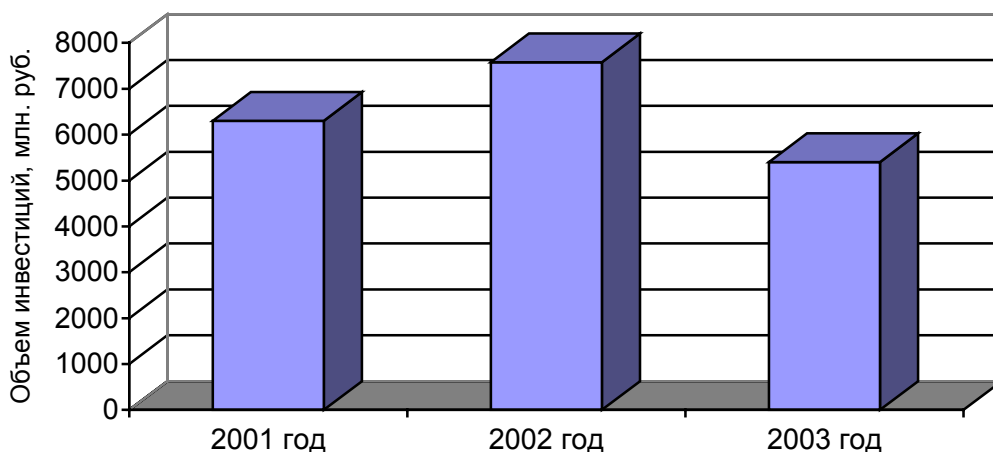


Рис. Динамика инвестиционной деятельности ОАО "ММК"

Основные задачи инвестиционной политики "ММК":

- Модернизация производства;
- Увеличение производственной мощности;
- Увеличение выпуска продукции высокого передела.

Снижение инвестиций в собственное производство в 2003 году может объясняться ростом инвестиций в предприятия холдинга "ММК".

⁷ По данным газеты "Магнитогорский металлург"

Прогноз инвестиционной деятельности

В 2003 году инвестиции ОАО «ММК» в основной капитал несколько сократились, хотя и превысили первоначально запланированный уровень. В соответствии с инвестиционной программой комбината, в 2004 году инвестиции запланированы в объеме 180 млн. дол. Но учитывая высокий финансовый результат компании в 2003 году, можно ожидать более значительных инвестиций.

Финансовая деятельность⁸

Для реализации инвестиционной программы ОАО "ММК" осуществляет активные заимствования на внешнем и внутреннем рынке.

Таблица. Облигационный заем на внутреннем рынке.

<i>Дата гос. регистрации выпуска</i>	<i>Объем выпуска, шт</i>	<i>Номинал облигации, руб.</i>	<i>Номинальная стоимость выпуска, руб.</i>
24.01.00	50 000	1 000	50 000 000
24.01.00	50 000	1 000	50 000 000
24.01.00	50 000	1 000	50 000 000
24.01.00	50 000	1 000	50 000 000
09.11.00	70 000	1 000	70 000 000
09.11.00	70 000	1 000	70 000 000
28.02.01	126 000	1 000	126 000 000
28.02.01	126 000	1 000	126 000 000
28.03.01	126 000	1 000	126 000 000
28.03.01	126 000	1 000	126 000 000
28.03.01	126 000	1 000	126 000 000
Итого			970 000 000

Все облигации ОАО "ММК", обращающиеся на внутреннем рынке, дисконтные.

ОАО "ММК" осуществляет облигационные заимствования на внешнем рынке через "ММК Finance S.A.". ОАО "ММК" выступает поручителем "ММК Finance S.A." по выпуску облигаций этой фирмы. Размер обеспечения по еврооблигациям составляет 300 млн. дол., срок обращения облигаций - до 21.10.2008 г. Купонная ставка по облигациям - 10% годовых.

⁸ По данным квартального отчета ОАО "ММК" за 4 кв. 2003 года, сервера раскрытия информации ФКЦБ

Таблица. Кредитная история ОАО "ММК".

Наименование обязательства	Наименование кредитора (займодавца)	Размер основного долга	Дата погашения		Размер процент ной ставки	Дата погашения	
			план	факт		план	факт
Заем	"ММК Finance S.A.", Великое Герцогство Люксембург	100 000 000 Евро	10.02.05	-	10,14	10.02.03 28.11.03	10.02.03 28.11.03
Кредит	Moscow Narodny Bank Limited, Великобритания	100 000 000 долларов США	17.03.06	30.12.03	Libor+4,25	30.04.03 29.05.03 27.06.03 30.07.03 28.08.03 26.09.03 30.10.03 27.11.03 29.12.03	30.04.03 29.05.03 27.06.03 30.07.03 28.08.03 26.09.03 30.10.03 27.11.03 29.12.03
Заем	"ММК Finance S.A.", Великое Герцогство Люксембург	297 976 000 долларов США	14.10.08	-	8,37	-	-

Рейтинговое агентство Moody's присвоило еврооблигациям ОАО "ММК" рейтинг Ba3. Рейтинг, по мнению агентства, отражает высокие производственные мощности предприятия и объем производства, признанное положение на внутреннем российском рынке и его конкурентоспособность на международных рынках за счет низких затрат на производство. Moody's также признало достижения "ММК" в инвестировании средств за счет операционных денежных потоков и его стратегию поддержания здоровой структуры капитала.

Рейтинг, однако, также отражает предстоящие существенные капитальные вложения предприятия в модернизацию основных средств и повышение добавочной стоимости его продукции для освоения новых покупательских сегментов. Внутренний рынок предлагает потенциал для роста и приемлемые цены, но увеличивающиеся затраты на сырье, трудовые ресурсы и инфляция, по мнению Moody's, должны оказать влияние на прибыль. Рейтинги также учитывают развивающийся и непредсказуемый российский бизнес, финансовые и законодательные условия. Moody's также принимало во внимание зависимость "ММК" от рынков экспорта, которые все более подвержены протекционизму ради национальных интересов.

Прогноз для рейтинга стабильный. Moody's ожидает постепенное смещение региональных поставок "ММК" на внутренний рынок с относительно

высоким уровнем цен, жестким контролем затрат несмотря на серьезную инвестиционную программу и с разумным финансовым подходом.

30.03.2004 г. Standard & Poor's объявило о повышении рейтинга ОАО "ММК" с "B" до "B+" вследствие высокой ликвидности компании. Прогноз рейтинга - "Стабильный". В то же время рейтинг по национальной шкале был подтвержден на уровне "ruA+".

Прогноз финансовой деятельности

Заимствования комбината тесно связаны с его инвестиционной деятельностью. Учитывая запланированное на 2004 год увеличение инвестиций, можно ожидать прироста долгосрочного заемного капитала на уровне 2002 года. Этому же будет способствовать рост кредитных рейтингов ОАО «ММК» и стабильные прогнозы рейтинговых агентств.

Уровень менеджмента и характеристика мажоритарных акционеров

Менеджмент

В настоящее время менеджмент "ММК" контролирует 62% акций компании⁹. Можно сделать вывод, что высшее руководство предприятия заинтересовано в его долгосрочном процветании, интересы менеджмента и мажоритарных акционеров совпадают.

Счетная палата по результатам проведенной проверки деятельности ОАО "ММК" дала высокую оценку менеджменту компании.

Прозрачность и доступность сведений об эмитенте

Информация о компании доступна на сайте www.mmk.ru. На сайте есть годовые отчеты эмитента за 2001, 2002 годы, все квартальные отчеты за 2002 год, новости компании, инвестиционная программа. Информация об эмитенте размещена на сайте системы СКРИН. В раскрытии информации об эмитенте имеются следующие недостатки:

- В настоящее время акций ОАО "ММК" не торгуются ни на одной из российских бирж. Все сделки с акциями ОАО "ММК" происходят только на внебиржевом рынке. В связи с этим, информацию о цене акций получить достаточно сложно;
- На сайте эмитента пока не доступен годовой отчет за 2003 год;
- Эмитент не раскрывает данные о структуре выручки - какая доля выручки приходится на отдельные виды продукции, какая доля выручки приходится на внешний и внутренний рынок.

Тем не менее, недостаток информации о финансово-хозяйственной деятельности ОАО "ММК" можно восполнить из специализированных журналов по металлургии.

⁹ По данным рейтингового агентства "S&P"

Оценка методом отраслевых аналогов

Выбор аналогов

В качестве аналогов будем рассматривать наиболее крупные предприятия металлургической отрасли России. Для оценки перспектив роста цены акций рассмотрим также наиболее крупные предприятия металлургической отрасли США.

Отечественные аналоги ОАО «ММК»:

1. ОАО «Северсталь» (Череповецкий металлургический комбинат).
2. ОАО «НЛМК» (Новолипецкий металлургический комбинат).
3. ОАО «ЗСМК» (Западно-Сибирский металлургический комбинат).
4. ОАО «НТМК» (Нижнетагильский металлургический комбинат).

Зарубежные аналоги ОАО «ММК»:

1. Nucor Corporation.
2. International Steel Group Inc.
3. POSCO.
4. Schnitzer Steel Industries, Inc.
5. United States Steel Corporation.

Критерии оценки¹⁰

В качестве мультипликаторов сравнения компаний, выберем следующие показатели, зависящие от рыночной капитализации компании:

- P/E – отношение рыночной капитализации к чистой прибыли;
- P/CF – отношение рыночной капитализации к денежному потоку;
- P/B – отношение рыночной капитализации к балансовой прибыли;
- P/Emp – отношение рыночной капитализации к численности занятых;
- $P/EBITDA$ – отношение рыночной капитализации к операционному доходу;

В дальнейшем, располагая значениями этих показателей для отраслевых аналогов, а так же зная чистую прибыль, денежный поток, балансовую прибыль, численность занятых, операционный доход ОАО «ММК» мы сможем оценить рыночную стоимость этой компании.

¹⁰ По данным СКРИН, Yahoo Finance и Журнала "Металлург"

Таблица. Значение мультипликаторов для отраслевых аналогов.

Наименование эмитента	P/E	P/CF	P/B	P/Emp, тыс. дол.	P/EBITDA
Зарубежные аналоги					
Nucor Corporation	76,85	8,43	2,07	493,9	10,14
International Steel	-30,92	33,67	3,97	329,2	49,68
POSCO	7,26	-	1,08	681,0	4,91
Schnitzer Steel	18,11	20,53	3,15	515,7	44,26
US Steel	-9,11	13,84	4,58	93,2	-12,88
Среднее значение	12,43	19,12	2,97	422,6	19,22
Российские аналоги					
Северсталь	6,30	-	-	90,9	4,61
НТМК	5,79	-	-	31,0	4,07
ЗСМК	0,59	-	-	2,7	0,42
Среднее значение	4,23	-	-	41,53	3,04

Как видно из таблицы, в наибольшей степени для металлургических предприятий США и России отличаются значения показателя капитализации на одного работника. Отличие можно объяснить низкой производительностью труда в России, отсутствием заинтересованности российского менеджмента в повышении капитализации своих компаний.

Несмотря на значительные отличия в российских стандартах бухгалтерской отчетности и стандартах GAAP, значения показателя P/E для российских и зарубежных компаний отличаются мало.

Таблица. Производство основных видов продукции предприятиями-аналогами, тыс. т.

Наименование эмитента	Агломерат	Кокс	Чугун	Сталь	Прокат	Капитализация/ прокат, руб./т.
ММК	10000	5553,4	9766,2	11474,9	10266,7	
Северсталь	7827,9	4146	7641,2	9888,1	8810,5	13 524
НТМК	-		4804	5467	4782	5 719
ЗСМК	7300	3400	4900	5900	5300	517
Среднее значение						6 587

Из таблицы видно, что значения мультипликатора капитализация / выпуск проката существенно отличаются для различных предприятий отрасли. Отличие может быть вызвано недооценкой участниками рынка акций ОАО "НТМК" и ОАО

"ЗСМК" либо малой неэффективностью этих предприятий по сравнению с "Северсталью".

Оценка стоимости акций ОАО "ММК"

Рассмотрим теперь итоговую оценку акций ОАО "ММК" методом аналогов. Численность работников ОАО "ММК" составляет 34270 человек. Показатель чистой прибыли за 2003 год равен примерно 20750 млн. руб. Объем выпуска проката в 2003 году составил 10266,7 тыс. т.

Таблица. Итоговая оценка капитализации ОАО "ММК" методом аналогов.

Мультипликатор	Значение мультипликатора	Множитель	Оценочная капитализация ОАО "ММК"
P/E США	12,43	20 750 млн. руб.	257 922,5 млн. руб.
P/E Россия	4,23	20 750 млн. руб.	87 772,5 млн. руб.
P/Emp Россия	41,53 тыс. дол./чел.	34 270 чел.	40 562,1 млн. руб.*
P/Прокат Россия	6 587 руб./т.	10 266,7 тыс. т.	67 626,8 млн. руб.

*показатель пересчитан в рубли по курсу 28,5 руб. за 1 дол.

Из полученных оценочных показателей капитализации, показатель на основе мультипликатора P/E США можно рассматривать лишь справочно в связи со значительными отличиями фондовых рынков США и России. Оценочная капитализация на основе P/Emp Россия также не дает истинного представления о капитализации ОАО "ММК", так как на "ММК" производительность труда, фондовооруженность труда значительно выше, чем на аналогичных предприятиях отрасли.

На основе P/E Россия и P/Прокат Россия получим итоговую оценку капитализации компании. Для этого рассчитаем простое среднее P/E Россия и P/Прокат Россия:

$$(87\,772,5 \text{ млн. руб.} + 67\,626,8 \text{ млн. руб.})/2 = \underline{\underline{77\,699,6 \text{ млн. руб.}}}$$

Рассчитаем теперь стоимость обыкновенной и привилегированной акций компании. По данным финансовых компаний, производящих скупку акций ОАО "ММК" в настоящее время, обыкновенная акций комбината приобретается по цене 2000 руб., привилегированная - по цене 600 руб. Торговля акциями ОАО "ММК" на организованном рынке не ведется.

Таблица. Размещенные акции ОАО "ММК"

Вид акций	Количество, шт.	Номинал, руб.
Обыкновенные	7 972 665 600	1
Привилегированные	2 657 556 000	1

Исходя из действующего соотношения цены обыкновенной и привилегированной акции, получим цену акций. **Цена обыкновенной акции составит 8,86 руб., цена привилегированной акции составит 2,66 руб.**

Действующие цены на акции ОАО "ММК", скорее всего, вызваны стремлением руководства комбината сосредоточить у себя большую часть голосующих акций. Падения нынешней цены акций можно ожидать после проведения аукциона по продаже государственного пакета акций, в случае, если государственный пакет перейдет в собственность менеджмента комбината.

Анализ финансового состояния эмитента

Рассмотрим основные финансовые показатели эмитента.

Таблица. Агрегированный баланс эмитента, млн. руб.

Показатель	2000г.	2001г.	2002г.	3-й кв. 2003г.
Актив				
Внеоборотные активы	18 740.37	27 523.48	29 014.27	30 230.35
Оборотные активы	10 331.76	16 867.67	19 266.88	36 641.59
Убытки				
Всего активов	29 072.13	44 391.15	48 281.15	66 871.94
Пассив				
Капитал и резервы	22 924.08	28 471.17	31 645.39	46 689.20
Долгосрочные обязательства	319.85	2 015.72	7 767.56	10 944.89
Краткосрочные обязательства	5 828.19	13 904.26	8 868.20	9 237.84
Всего пассивов	29 072.13	44 391.15	48 281.15	66 871.94

Из таблицы видно, что величина активов предприятия непрерывно растет последние 3 года. Основным источником финансирования активов является собственный капитал эмитента. За 9 мес. 2003 года собственный капитал эмитента возрос на 47,5%, активы возросли на 38,5%. Долгосрочные обязательства эмитента растут более высокими темпами, чем краткосрочные. Это говорит об укреплении финансовой устойчивости эмитента.

Таблица. Агрегированный отчет о прибылях и убытках эмитента, млн. руб.

Показатель	2000г.	2001г.	2002г.	3-й кв. 2003г.
Чистая выручка	46 381.39	47 344.41	60 476.10	65 743.24
Себестоимость	28 694.67	38 673.80	42 496.78	39 725.64
Прибыль (убыток) от продаж	13 629.92	7 986.66	12 963.37	21 942.56
Прибыль (убыток) от ФХД	10 922.60	7 504.23	10 743.98	
Балансовая прибыль (убыток)	9 915.61	7 729.94	5 076.58	20 496.60
Чистая (нераспределенная) прибыль (убыток)	7 211.07	6 067.28	3 099.40	15 560.38

Из таблицы видно, что себестоимость за 9 мес. 2003 года несколько сократилась по сравнению с 2002 годом, при этом выручка возросла.

Таблица. Основные финансовые показатели.

Наименование показателя	2000г.	2001г.	2002г.	3-й кв. 2003г.
Рентабельность активов	0,25	0,14	0,06	0,31
Собственный оборотный капитал, млн. руб.	4183,71	947,69	2631,12	16458,85
Текущая ликвидность	1,77	1,21	2,17	3,97
Длительность оборота краткосрочной кредиторской задолженности	45	106	53	38

Анализ основных финансовых показателей позволяет сказать, что предприятие работает эффективно. Рентабельность активов только за 9 мес. 2003 года составила 31%. Предприятие в достаточной степени обеспечено собственными оборотными средствами, причем с каждым годом обеспеченность собственными оборотными средствами растет, несмотря на активные инвестиции в основной капитал. Коэффициент текущей ликвидности ежегодно возрастает. По итогам 9 мес. 2003 года на 1 руб. краткосрочных заемных средств приходилось 3,97 руб. оборотных активов. Это говорит о том, что предприятие способно рассчитаться в самый непродолжительный срок по своим текущим обязательствам. Длительность оборота краткосрочной задолженности ежегодно сокращается. Предприятие активно пользуется долгосрочным заемным капиталом и сокращает задолженность перед своими поставщиками и прочими краткосрочными должниками.

Оценка методом дисконтирования денежного потока

Денежный поток за предыдущие периоды¹¹

Рассмотрим денежные потоки ОАО "ММК" за предыдущие периоды.

Таблица. Данные о денежном потоке ОАО "ММК" за 2000 - 2003 г.г., млн. руб.

Показатель	2000г.	2001г.	2002г.	2003г.*
Чистая выручка	46 381,39	47 344,41	60 476,10	87 657,65
темп роста Чистой выручки	100,0%	102,1%	127,7%	144,9%
Себестоимость	28 694,67	38 673,80	42 496,78	52 967,52
темп роста Себестоимости	100,0%	134,8%	109,9%	124,6%
Прибыль от продаж	13 629,92	7 986,66	12 963,37	29 256,75
Прибыль от ФХД	10 922,60	7 504,23	10 743,98	
Балансовая прибыль	9 915,61	7 729,94	5 076,58	27 328,80
Чистая прибыль	7 211,07	6 067,28	3 099,40	20 747,17
темп роста Чистой прибыли	100,0%	84,1%	51,1%	669,4%
Амортизационные отчисления	563,60	804,94	1 182,19	1 246,22
темп роста Амортизационных отчислений	100,0%	142,8%	146,9%	105,4%
Инвестиции в собственный оборотный капитал		-3 236,02	1 683,43	13 827,73
темп роста Инвестиций в соб. Об. Капитал		100,0%	-52,0%	821,4%
Инвестиции в основной капитал		6 301,00	7 580,00	5 400,00
темп роста Инвестиций в основной капитал		100,0%	120,3%	71,2%
Дивиденды по акциям	88,05	90,00	175,66	1 175,88**
темп роста Дивидендов по акциям	100,0%	102,2%	195,2%	669,4%
Изменение долгосрочной задолженности		1 695,87	5 751,84	3 177,34
темп роста Изменений в долгосрочной з-ти		100,0%	339,2%	55,2%
Чистый денежный поток		5 413,10	594,33	4 767,12

*Оценочные значения показателей по данным за 9 мес. 2003 год

**Прогноз по данным о доли чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов в 2002 году

Как видно из таблицы, чистая прибыль предприятия в 2003 году существенно увеличилась по сравнению с 2002 годом (уже по итогам 9 мес. 2003 года она составляла 15560 млн. руб.). Увеличение чистой прибыли связано с ростом производства и реализации товарной продукции предприятия, повышением доли продукции с высокой добавленной стоимостью, сокращением объема реализации заготовки, реализацией мероприятий, направленных на снижение себестоимости, реализацией инвестиционной программы. Кроме того, увеличение чистой прибыли может быть связано с повышением «прозрачности» финансовой отчетности эмитента. Эмитент стал в большей степени заинтересован в высоком значении чистой прибыли в связи с регулярной эмиссией облигаций.

¹¹ По данным СКРИН

Расчет ставки дисконтирования

Ставку дисконтирования определим по формуле средневзвешенной стоимости капитала WACC (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = WA * CA + WK * CK$$

где:

WA – Вес акционерного капитала;

CA – Стоимость акционерного капитала;

WK – Вес долгового капитала;

CK – Стоимость обслуживания долга;

Таблица. Значение весов для расчета WACC

Показатель	Абсолютное значение, млн. руб.	Вес
Акционерный капитал	10630,22	0,4927
Долгосрочный заемный капитал	10944,89	0,5073
Итого	21575,11	1,0000

Стоимость долгового капитала примем равной купонной доходности по еврооблигациям ОАО «ММК» (10% годовых). Стоимость обслуживания акционерного капитала рассчитывает на основе модели CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$CA = R_f + \beta_e * (R_m - R_f)$$

где:

CA – Стоимость акционерного капитала;

R_f – Безрисковая ставка;

β_e – Бета;

R_m – Среднерыночная доходность.

В качестве безрисковой ставки можно рассматривать ставку процента по депозитам в Сбербанке (11% годовых). Так как акции ОАО «ММК» не обращаются на бирже, то для вычисления коэффициента Бета воспользуемся динамикой акций ОАО «Северсталь». В качестве среднерыночной доходности будем рассматривать доходность индекса РТС (RTSI).

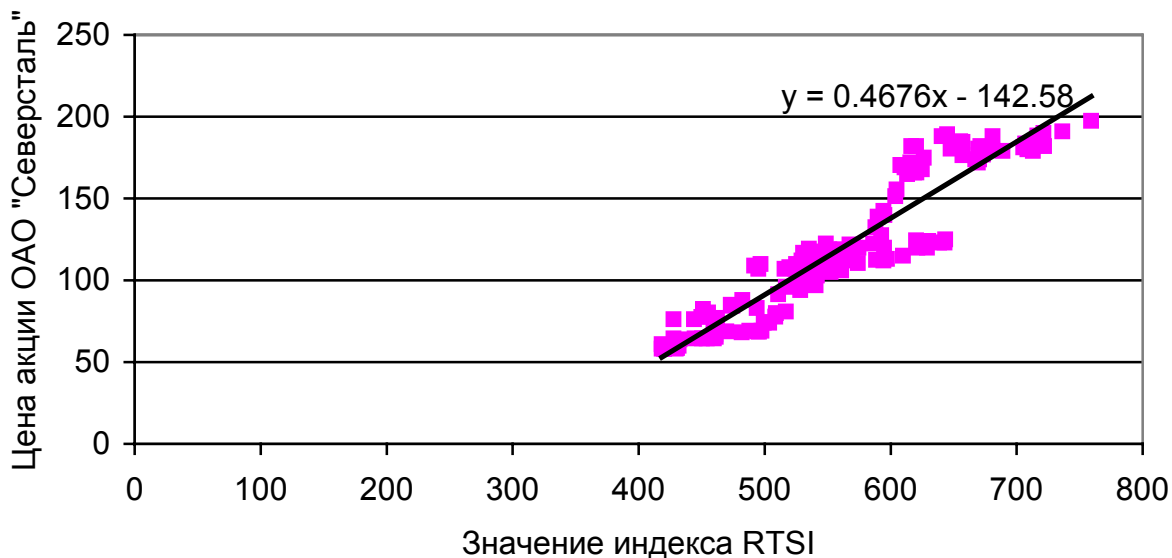


Рис. Зависимость цены акции от значения индекса.

Из диаграммы видно, что значение Бета равно 0,4676.

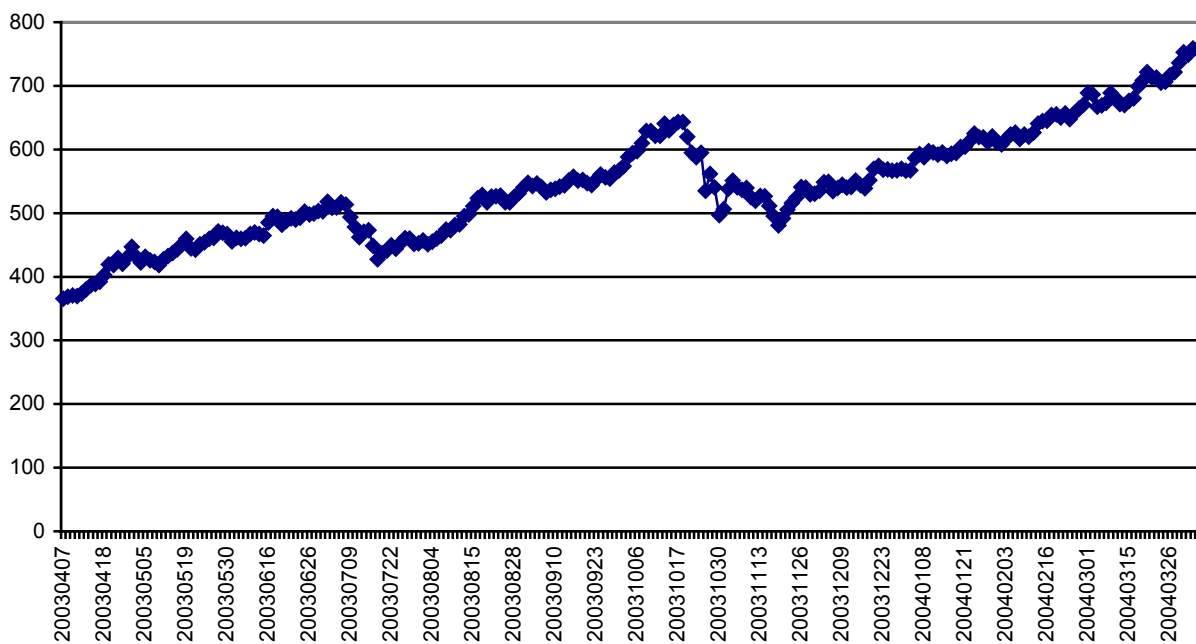


Рис. Динамика индекса RTSI.

Доходность индекса RTSI за период с 05.04.2003 по 05.04.2004 составила 107%. Теперь найдем по формуле стоимость акционерного капитала:

$$CA = 11\% + 0,4676 \cdot (107\% - 11\%) = 55,9\%$$

Стоимость акционерного капитала составляет 55,9% годовых. Определим теперь WACC:

$$WACC = 0,4927 * 55,9\% + 0,5073 * 10\% = 33,1\%$$

Средневзвешенная стоимость капитала ОАО «ММК» составляет **33,1%** годовых.

Прогноз денежного потока

Резкий рост выручки большинства металлургических предприятий в 2003 году скорее всего связан с ростом цен на металлопрокат. Объемы реализации товарной металлопродукции в 2003 году возросли всего на 6,2%, а выручка увеличилась на 44,9%. В 2004 году следует ожидать более медленного роста выручки по сравнению с 2003 годом – на 28%, как в 2002 году по сравнению с 2001 годом. Более медленный рост выручки связан и с постепенным снижением доли экспортных продаж «ММК», сокращением поставок в Китай.

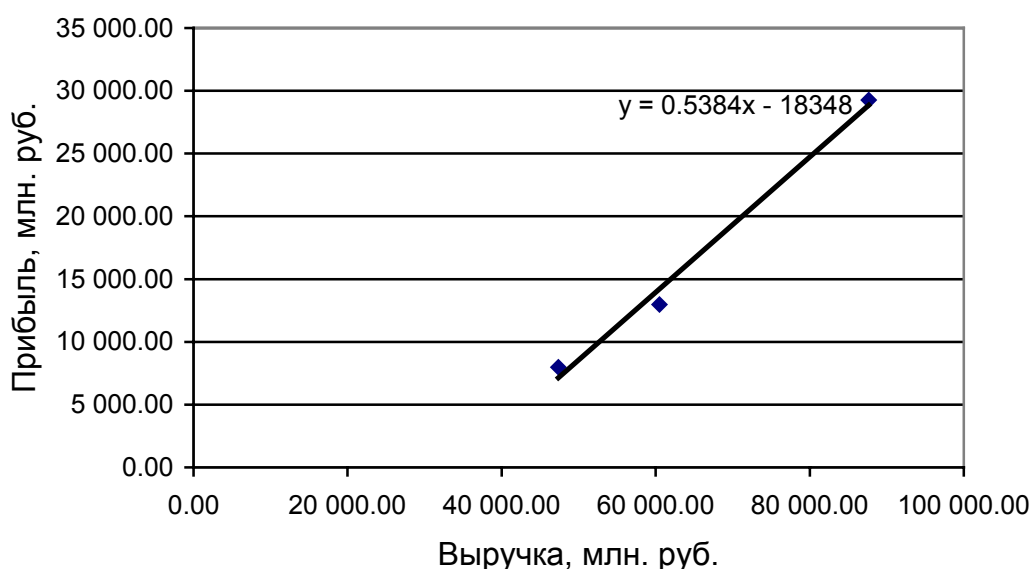


Рис. Зависимость прибыли от продаж и выручки

Из графика видно, что последние 3 года существует четкая зависимость между выручкой и прибылью от продаж. Пользуясь этой зависимостью можно вычислить прогнозируемую в 2004 году прибыль от продаж. Выручка, как ожидается, должна составить 112202 млн. руб. Прибыль, таким образом:

$$\text{Прибыль от продаж} = 112202 * 0,5384 - 18348 = 42061,56 \text{ млн. руб.}$$

Чистая прибыль, по данным 2003 года, составляет 70,9% прибыли от продаж. Таким образом, в 2004 году можно ожидать прибыли от продаж на уровне 29827,59 млн. руб. Рассчитаем теперь прогнозный денежный поток.

Таблица. Прогнозный денежный поток, млн. руб.

Показатель	Влияние на денежный поток	2004г.	2005г.	Постпрогнозный период
Чистая выручка		112 202.00	143 618.56	163 725.16
Себестоимость		70 140.44	84 642.33	93 923.53
Прибыль от продаж		42 061.56	58 976.23	69 801.63
Чистая прибыль	+	29 821.65	41 814.15	49 489.35
Амортизационные отчисления	+	1 313.52	1 384.45	1 459.21
Инвестиции в собс. оборотный капитал	-	17 699.49	22 655.35	25 827.10
Инвестиции в основной капитал	-	5 700.00	5 700.00	5 700.00
Дивиденды по акциям	-	1 789.30	2 508.85	2 969.36
Изменение долгосрочной задолженности	+	3 353.86	3 353.86	3 353.86
Чистый денежный поток		9 300.23	15 688.25	19 805.96
Множитель для постпрогнозного периода				3.02
Коэффициент дисконтирования		0.7513148	0.5644739	0.4240976
Дисконтированный денежный поток		6 987.40	8 855.61	25 376.61
Аккумулированный DCF		41 219.62		

При прогнозировании денежного предполагался рост выручки на 28% в 2004 и 2005 году, и на 14% в 2006 году. С 2006 года выручка предполагалась стабильной. Амортизационные отчисления прогнозируются с ростом на 5,4% ежегодно. В постпрогнозный период амортизационные отчисления стабилизируются. Инвестиции в собственный оборотный капитал ежегодно увеличиваются аналогично выручке. Такой прогноз дан исходя из планов комбината по созданию собственной сбытовой сети для увеличения продаж. Дивиденды по акциям запланированы на уровне 6% чистой прибыли (как в 2002 году). Долгосрочная задолженность увеличивается стабильно.

Множитель для постпрогнозного периода равен $1/WACC$ – что соответствует дисконтирующему множителю для бесконечной постоянной ренты. Планируется, что в постпрогнозный период – для необозримого будущего – денежный поток меняться не будет и постоянную величину – 19805,96 млн. руб. в год.

Полученная оценка стоимости компании **41219,62 млн. руб.** в значительной степени зависит от показателя WACC. Сейчас этот показатель составляет 33,1% благодаря очень высокой среднерыночной доходности. Можно

ожидать, что уже в 2004 году среднерыночная доходность будет сокращаться и в перспективе стремиться к безрисковой доходности.

Определим WACC, если среднерыночная доходность составит 50% годовых:

$$CA = 11\% + 0,4676 \cdot (50\% - 11\%) = 29\%$$

$$WACC = 0,4927 \cdot 29\% + 0,5073 \cdot 10\% = 19\%$$

Таблица. Оценка дисконтированных денежных потоков при WACC=19%.

Чистый денежный поток	9 300.23	15 688.25	19 805.96
Множитель для постпрогнозного периода			5.26
Коэффициент дисконтирования	0.8403361	0.7061648	0.5934158
Дисконтированный денежный поток	7 815.32	11 078.49	61 858.78
Аккумулятивный DCF	80 752.59		

При WACC равном 19% стоимость предприятия может составить **80752,59 млн. руб.** Таким образом, стоимость одной обыкновенной акции может составлять **от 2,51 руб. до 9,21 руб.**, стоимость привилегированной акции **от 1,41 руб. до 4,70 руб.** Соотношение стоимости простой и привилегированной акции определено аналогично предыдущему разделу.

Оценка стоимости компании методом чистых активов

Оценка методом чистых активов проводилась в соответствии с "Порядком оценки стоимости чистых активов акционерных обществ" Утвержденным Приказом Минфина России и ФКЦБ России от 29 января 2003 г. N 10н/03-6/пз.

Таблица. Оценка чистых активов.

№ n/n	Наименование показателя	На начало 2003 года	На конец 3 кв. 2003 года
Активы			
1	Нематериальные активы	170 487	166 883
2	Основные средства	23 883 605	24 918 450
3	Незавершенное строительство	2 097 566	2 528 858
4	Доходные вложения в материальные ценности	0	0
5	Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	2 319 110	1 886 117
6	Прочие внеоборотные активы	0	0
7	Запасы	6 764 034	7 400 620
8	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	2 344 812	1 590 831
9	Дебиторская задолженность	3 910 068	7 262 591
10	Денежные средства	4 287 817	1 594 854
11	Прочие оборотные активы	0	0
12	Итого активы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 1 - 11)	45 777 499	47 349 204
Пассивы			
13	Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	7 765 741	10 623 227
14	Прочие долгосрочные обязательства <4>, <5>	1 815	3 364
15	Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	1 506 205	1 841 327
16	Кредиторская задолженность	5 961 719	6 685 563
17	Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	1 405	2 423
18	Резервы предстоящих расходов	1 348 885	660 339
19	Прочие краткосрочные обязательства <5>	0	0
20	Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 13 - 19)	16 585 770	19 816 243
21	Стоимость чистых активов акционерного общества (итого активы, принимаемые к расчету (стр. 12), минус итога пассивы, принимаемые к расчету (стр. 20)).	29 191 729	27 532 961

Стоимость чистых активов на конец 3 кв. 2003 года оставляла **27532,96 млн. руб.** Таким образом, величина чистых активов приходящаяся на одну акцию составляет **2,59 руб.**

Согласование результатов оценки

По итогам оценки получены следующие результаты:

1. Оценка методом аналогов: капитализация компании оценивается в **77 699,6 млн. руб.** Цена обыкновенной акции составит **8,86 руб.**, цена привилегированной акции составит **2,66 руб.**
2. Оценка методом DCF: в зависимости от сценария развития фондового рынка капитализация компании составляет от **41219,62 млн. руб.** до **80752,59 млн. руб.** Стоимость одной обыкновенной акции может составлять **от 2,51 руб. до 9,21 руб.**, стоимость привилегированной акции **от 1,41 руб. до 4,70 руб.**
3. Оценка методом чистых активов: капитализация компании оценивается в **27532,96 млн. руб.** Величина чистых активов приходящаяся на одну акцию составляет **2,59 руб.**

В качестве наиболее справедливой оценки акций можно принять цену, полученную в результате оценки по методу отраслевых аналогов. Эта цена находится в диапазоне оценки, полученной методом DCF, и представляется наиболее обоснованной. Таким образом:

Капитализация компании составляет **77 699,6 млн. руб.**

Цена обыкновенной акции составит **8,86 руб.**, цена привилегированной акции составит **2,66 руб.**