

ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ  
**Открытие**

## **ЖЕЛЕЗОРУДНАЯ ОТРАСЛЬ: В ПОИСКАХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ**

23 июля 2007 г.

Сергей Кривохижин



## СОДЕРЖАНИЕ

Руда и ЖРС .....	4
Мировой рынок ЖРС: под пятой «тройственного союза» .....	4
Российский рынок ЖРС: всё разобрано и консолидировано .....	7
Украинский рынок ЖРС: покой там только снится.....	9
Стойленский ГОК .....	30
Карельский окатыш .....	27
Качканарский ГОК «Ванадий» .....	24
Коршуновский ГОК.....	21
Богословское рудоуправление .....	16
Оленегорский ГОК.....	11
Полтавский ГОК .....	37
Северный ГОК.....	35
Южный ГОК .....	33

## РЕЗЮМЕ ОБЗОРА

Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация
Стойленский ГОК	300	726	ПОКУПАТЬ
Карельский Окамыш	990	1 912	ПОКУПАТЬ
Качканарский ГОК	2,4	6,7	ПОКУПАТЬ
Коршуновский ГОК	700	2 772	ПОКУПАТЬ
Богословское РУ	600	1 056	ПОКУПАТЬ
Оленегорский ГОК	490	1 749	ПОКУПАТЬ
Полтавский ГОК (Украина)	16,85	8,93	ПРОДАВАТЬ
Северный ГОК (Украина)	1,1	1,0	ПРОДАВАТЬ
Южный ГОК (Украина)	0,5	0,71	ПОКУПАТЬ

Источники: РТС, Bloomberg, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

- Мировые цены на железорудное сырьё выросли за последние 3 года более чем на 120%. В ближайшие годы значительного роста цен не предвидится, однако текущие уровни цен сохранятся с примерным ежегодным повышением на 10-15%. Рост стоимости товарной железной руды стимулируют, прежде всего, высокий спрос на сырьё со стороны китайских сталеваров и недостаток руды на рынке вследствие ограниченных возможностей рудокопов по вводу новых мощностей. Мы полагаем, что в краткосрочной перспективе на рынке будет наблюдаться некоторый дефицит железной руды, связанный как со сталелитейным бумом в Китае, так и невозможностью широкомасштабного ввода новых добычных мощностей, циклонами в Австралии весной 2007 г. и введением пошлин на вывоз руды в Индии.

- Несмотря на то что российский рынок железорудного сырья (ЖРС) развивается фактически автономно от мирового, отечественные производители руды ориентируются на мировую рыночную конъюнктуру. Исходя из этого цена на внутреннем рынке ЖРС последние годы также имеют очевидную тенденцию роста, которая, как мы полагаем, продолжится в ближайшие годы. Этому будет способствовать рост спроса в стране на металлопродукцию и, вследствие этого, увеличение потребностей металлургов в сырье. Российские же ГОКи имеют более ограниченные возможности роста по сравнению с основными мировыми конкурентами из-за затруднённого доступа к полезным ископаемым.

- «Звёздный час» ГОКов на российском фондовом рынке пробил в 2005 г. – год взлёта цен на железную руду в мире и России. После этого отечественные производители железорудного сырья отошли в тень из-за сокращения предложения акций на рынке, вызванного их консолидацией материнскими компаниями. В настоящее время средний free float российских ГОКов составляет около 5%. Тем не менее, мы полагаем, что несмотря на данный низкий показатель и вероятность выкупа акций со стороны материнских компаний акции отечественных рудокопов существенно отстали как от рынка, так и от мировых аналогов. Сравнение с последними говорит в пользу того, что все выбранные нами для оценки российские ГОКи имеют значительный потенциал роста в условиях благоприятной конъюнктуры рынка. Для анализа нами были выбраны 6 ГОКов, из которых Стойленский и Карельский Окамыш были оценены нами как на основе сравнительного метода, так и модели DCF. Качканарский, Коршуновский, Оленегорский ГОКи и Богословское рудоуправление мы оценили сравнением с компаниями-аналогами.

- Мы также оценили привлекательность украинских ГОКов – Полтавского, Северного и Южного, торгующихся на украинской площадке ПФТС. С нашей точки зрения, лишь последний торгуется с дисконтом, в то время как Полтавский и Северный уже переоценены. Украинские ГОКи отличаются меньшей рентабельностью по сравнению с российским, а тот факт, что они не входят в металлургические холдинги, не прибавляет им стабильности и привлекательности.

## РУДА И ЖРС

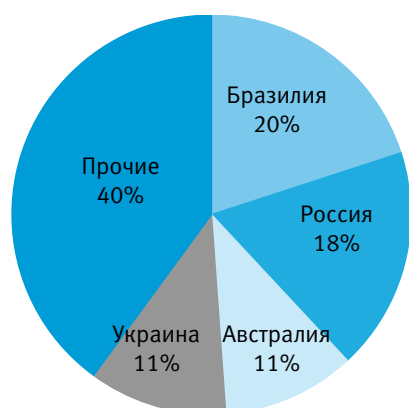
Различают несколько типов железосодержащих руд: магнетитовые (оксидные, так называемый магнитный железняк), гематитовые (оксидные), лимонитовые (гидроокиси железа, образующая месторождения «бурого железняка»), сидеритовые (карбонат железа) и ряд других.

Железные руды добывают открытым (карьерным) и закрытым (шахтным) методами. Первый вариант (гораздо менее затратный) распространён намного шире. Добытую руду перевозят на обогатительную фабрику, где из неё различными способами убирают примеси и пустую породу, получая на выходе продукцию с более высоким содержанием железа, нежели в самой руде.

Продуктом обогащения руды на обогатительной фабрике является концентрат в виде порошка. Некоторые горно-обогатительные комбинаты имеют так называемые окомковательные фабрики, где концентрат обжигается с известняком и получается дальнейший продукт переработки – окатыши. Последние представляют собой небольшие шарики и более пригодны для дальних транспортировок, нежели концентрат.

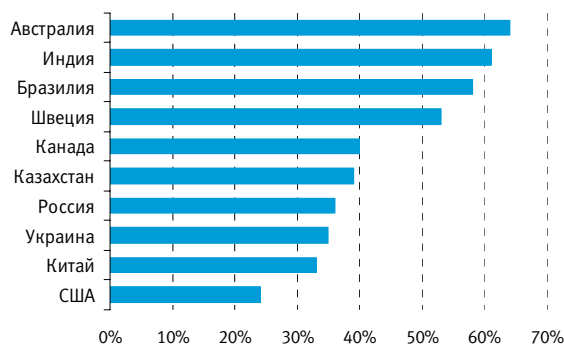
## МИРОВОЙ РЫНОК ЖЕЛЕЗОРУДНОГО СЫРЬЯ: ПОД ПЯТОЙ «ТРОЙСТВЕННОГО СОЮЗА» ПРОИЗВОДСТВО

### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАПАСОВ ЖЕЛЕЗНОЙ РУДЫ В МИРЕ В ПЕРЕСЧЁТЕ НА ЖЕЛЕЗО



Источники: US Geological Survey

### СОДЕРЖАНИЕ ЖЕЛЕЗА В РУДЕ В СРЕДНЕМ ПО СТРАНАМ, %



Источники: Центр «Минерал»

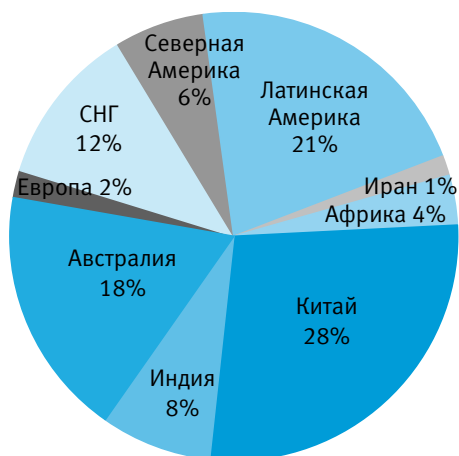
Производство железорудной продукции в настоящее время сосредоточено в 50 странах мира, при этом 80% общего объёма выпускается всего в 7 государствах. В 2005 г. выпуск товарной железной руды в мире достиг 1,35 млрд т, в 2006 г. - 1,5 млрд т (оценка Unctad). Ожидается, что к 2010 г. увеличение производства железорудной продукции составит около 1,9 млрд т.

Лидерами по добыче железных руд и производству железорудного сырья (ЖРС) являются Австралия, Бразилия, Китай, Индия, Россия и Украина. Россия традиционно занимает 5 место в данном списке с 6-процентной долей в мировом производстве, периодически обгоняя занимающую 4-е место Индию. Добыча железной руды в Западной Европе к 1970-м гг. была практически свёрнута за недостаточной рентабельностью. Мировые запасы железной руды распределены в мире весьма неравномерно: по оценке US Geological Survey, на 4 страны – Бразилию, Россию, Австралию и Украину – приходится 60% всех запасов в пересчёте на железо. Неравномерность нахождения запасов привела к тому, что Европа (без СНГ), Китай, Япония и Южная Корея потребляют 60% производимого в мире ЖРС, а производят всего 14%.

Главный импортёр ЖРС в мире Китай является и его крупнейшим производителем. Запасы руды сосредоточены в основном на юге и юго-востоке страны, однако в большинстве случаев её отличает низкое качество как из-за низкого содержания железа в руде, так и высокого содержания в ней вредных примесей – алюминия и фосфора. Среди примерно 2000 месторождений в КНР 1700 признаны непригодными или малопригодными для разработки. Оставшиеся 300 месторождений обеспечивают Китаю 25-процентную долю в мировой добыче. В 2005 г. Китай добыл 421 млн т руды, импортировав при этом 275 млн т. В 2006 г., по оценке Китайской ассоциации производителей чугуна и стали (CISA) производство ЖРС в стране превысило полумиллиардную отметку, а импорт вырос на 14% до 312 млн т. Кроме того, китайские предприятия активно инвестируют в развитие добычи по всему миру, особенно в Азии и Африке: Северной Корее, Габоне, Индии, Вьетнаме, ЮАР.

Основные железорудные залежи Австралии расположены на Западе страны в пределах бассейнов Хаммерсли, Пилбара и Йилгарн. Руды Австралии считаются одними из лучших в мире: они содержат от 67% (гематитовые) железа до 53-56% (пизолитовые) и в обогащении не нуждаются. При этом руда здесь добывается только открытым способом и

## ДОЛИ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС В МИРЕ



Источники: Rusmet

## ДОЛИ ЭКСПОРТЁРОВ ЖРС В МИРЕ



Источники: Rusmet

отличается низким содержанием фосфора (0,05%), кремнезёма (3-4%) и глинозёма (менее 2%). Практически вся руда – 140-155 млн т – с континента экспортируется, а страна потребляет лишь около 7 млн т. Это связано с давней политикой правительства по сохранению континента экологически чистым и развитию лишь экологически безвредных производств. Австралия является крупнейшим экспортёром ЖРС, охватывая треть мировой торговли, при этом страна специализируется лишь на первичной обработке руды, производя железорудную мелочь и кусок. Лишь 1 млн т вывозится в виде окатышей.

Месторождения железной руды Бразилии сосредоточены в нескольких бассейнах. Многие руды, как и в Австралии, содержат более 60% железа и поэтому не обогащаются. Впрочем, в стране изрядное количество приходится и на руды с содержанием железа 45-55%, которые требуют незначительного обогащения. Как и австралийские, бразильские руды характеризуются малым содержанием кремнезёма, глинозёма и серы. В отличие от Австралии, доля окатышей в бразильском экспорте составляет около 21%. В Бразилии расположена крупнейшая в мире компания по производству ЖРС – Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), производящая около 100 млн сырья в год и экспортирующая примерно 70% его объёма. В отличие от Австралии, которая экспортирует руду в основном в Восточную Азию, бразильская руда находит своего потребителя и в Азии, и в Европе, и в Северной Америке. Не стоит забывать, что немалая часть поглощается и бразильскими сталепроизводителями.

Четвёртым по величине производителем ЖРС является Индия. Индийские руды относятся к богатым с содержанием железа от 62% до более 65%, но в них много кремнезёма (2,5-7%), глинозёма (2-4%) и серы (0,1%). При этом распределение запасов очень концентрировано: почти 88% запасов сосредоточено в 4 штатах. Более 60% выпускаемого в стране ЖРС экспортируется, причём около 80% экспорта направляется в Китай. В последнее время индийские власти стараются ограничивать экспорт руды в целях удовлетворения растущего внутреннего спроса со стороны металлургов. Основная часть поставок руды из Индии осуществляется по спотовым контрактам, делая страну крупнейшим поставщиком ЖРС на мировой спотовый рынок.

Последнее время иностранные инвесторы активнее осваивают Африку. Не является исключением и горнорудная промышленность. Значительным потенциалом в области добычи железных руд обладают ЮАР, Гвинея, Либерия, Мавритания, где свои проекты реализуют крупные транснациональные корпорации, а также компании из КНР.

В Европе единственным крупным производителем товарной железной руды осталась Швеция с запасами в 3,5 млрд т. Добычей и обогащением руды занимается государственная компания LKAB, большая часть продукции которой приходится на окатыши.

Треть рынка ЖРС находится под контролем 3 транснациональных гигантов – бразильской CVRD и англо-австралийскими BHP Billiton и Rio Tinto. В 2006 г. указанные компании произвели, соответственно, 264 млн, 170 млн и 97 млн т товарной руды. Несмотря на 33-процентную долю в мировом производстве, «большая тройка» фактически контролирует морские перевозки, а значит, и мировой экспорт, определяя, таким образом, мировые цены на железорудное сырьё.

В I половине 1990-х гг. выпуск железорудной продукции сокращался, что во многом связано с развалом СССР и упадком экономики в его бывших республиках. Последние 10 лет мировое производство ЖРС, наоборот, характеризуется стабильным ростом – его выпуск рос в среднем на 1,8% в год, причём последние 5 лет этот рост составил 9% в год. Стремительно растёт и торговля рудой – если до 1970-х гг. основным принципом размещения сталеплавильных мощностей была близость к источникам сырья, то в последние десятилетия развитие морских перевозок позволило существенно снизить расходы на транспортировку и сегодня западноевропейцам выгоднее ввозить высококачественную руду из Бразилии, нежели добывать свою низкокачественную и обогащать.

## ДОЛИ ЭКСПОРТЁРОВ ЖРС В МИРЕ



Источники: Rusmet

## ПОТРЕБЛЕНИЕ

Основным драйвером роста спроса на ЖРС, как и по большинству других металлургических продуктов, выступает Китай, обеспечивающий треть мирового спроса на ЖРС. В 2003 г. он обогнал Японию, став крупнейшим потребителем руды в мире и ввозит ежегодно 55-60 млн т, из которых только 8-9% приходится на окатыши. Около 65% поставок в Китай осуществляются по долгосрочным контрактам, по спотовым ценам сырьё закупается только в Индии. При этом на неё, Австралию и Бразилию приходится около 90% всех поставок ЖРС в Поднебесную.

Тем не менее, Япония прочно сохраняет за собой второе место по потреблению руды среди стран. Третье место остаётся за Европой с крупнейшим потребителем в ней Германией. В этих двух регионах производство стали и, соответственно, спрос на руду растут умеренными темпами и более предсказуемыми темпами, нежели в Китае или Индии.

## ЦЕНЫ

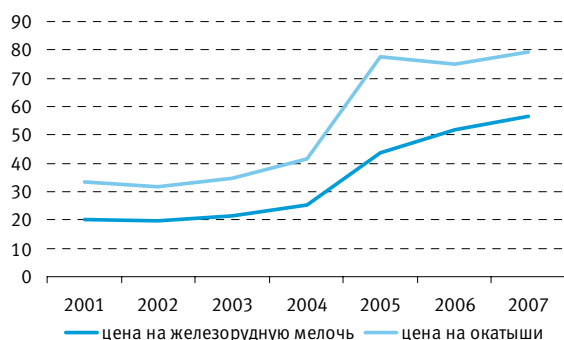
«Металлический бум» в Китае и Азии в целом predeterminedил рост спроса на ЖРС, что выразилось в резком скачке цен на него в 2005 г. – на 72%. В 2006 г. стоимость сырья выросла в среднем ещё на 17%. Тенденцию к росту цен демонстрирует и текущий год.

Вследствие недоинвестирования в геологоразведку в 1990-е гг. мировые производители ЖРС последние годы работают на пределе своих возможностей, с трудом удовлетворяя спрос со стороны сталеваров. В 2006 г. наблюдалась аналогичная ситуация: увеличение производства не поспевало за растущим спросом, в результате чего на рынке наблюдался постоянный дефицит. Подобное положение сохранится, судя по всему, и в ближайшие годы: оценки расходятся лишь в объёмах увеличения спроса. Согласно прогнозу AME Mineral Economics, в 2008 г. спрос на руду вырастет на 18%. Мы также полагаем, что в краткосрочной перспективе на рынке будет наблюдаться некоторый дефицит ЖРС, связанный, помимо сталелитейного бума в Поднебесной, и с такими факторами, как невозможность серьёзного увеличения объёмов производства вследствие недостатка инвестирования в предыдущие годы; мощные циклоны в Австралии весной 2007 г., серьёзно ограничившие возможности портов Вечно зелёного континента; введение пошлин на экспорт руды в Индии в целях удовлетворения растущего внутреннего рынка металлопродукции.

Цены на ЖРС по долгосрочным контрактам определяются обычно зимой – в преддверии начала нового финансового года, начинающегося 1 апреля, на переговорах между «большой тройкой» и ведущими сталелитейными компаниями мира. До недавнего времени от имени сталеваров выступали европейские и японские сталевары, однако последние годы данное первенство стал оспаривать Китай – ведущий импортёр руды в мире. И если в прошлом году сырьевики оставили пальму первенства в определении цен западным компаниям, подписав первый контракт с немецким ThyssenKrupp, то в текущем году Китай и представляющая его на переговорах Baosteel оттеснили европейцев с японцами на второй план. Повышение цен оказалось небольшим, что прогнозировалось большинством экспертов – первый контракт накануне Нового года был подписан CVRD и Baosteel с повышением цены на 9,5%.

Судя по всему, в 2008 г. стоимость ЖРС также повысится в данных пределах – на 10-15%. С одной стороны, рынок продолжает испытывать некоторый дефицит сырья как вследствие продолжающегося сталелитейного бума в КНР, так и из-за ограниченных возможностей железорудных компаний по увеличению предложения. Большинство отраслевых экспертных групп (UNCTAD, AME Mineral) сходятся во мнении, что избыток ЖРС наступит в 2009-10 гг. Цены по спотовым поставкам уже успели вырасти за 5 месяцев 2007 г. на 20-25%. С другой стороны, спрос на импортную руду в Китае резко упал после введения в стране 1 июня экспортных пошлин на сталь и в июле демонстрирует лишь слабые признаки оживления. К середине июля цены на индийскую руду стабилизировались на уровне \$104/т.

## ДИНАМИКА ЦЕН НА ЖРС ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ КОНТРАКТАМ, \$/т

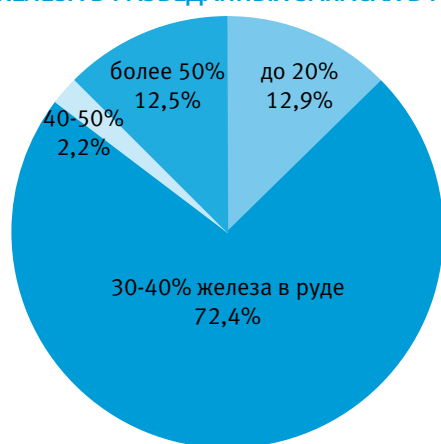


Источники: CVRD, Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК ЖЕЛЕЗОРУДНОГО СЫРЬЯ: ВСЁ РАЗОБРАНО И КОНСОЛИДИРОВАНО

Недра России содержат около 17% мировых запасов железной руды, по добыче последней страна занимает четвёртое место после Бразилии, Китая и Австралии. Добыча и обогащение руд сосредоточены в нескольких районах: Центральном (Курская и Белгородская области) с Лебединским, Михайловским, Стойленским ГОКами и комбинатом КМА-Руда. На Северо-западе России руду добывают Карельский окатыш, Оленегорский и Ковдорский ГОКи. Наиболее крупными уральскими ГОКами являются Качканарский, Высокогорский, Бакальские рудники, Богословское рудоуправление. В Сибири крупных комбинатов нет за исключением расположенного в Иркутской области Коршуновского ГОКа. На Урале, в Сибири и на Дальнем Востоке расположены также несколько средних и мелких добывающих и перерабатывающих предприятий.

### ДОЛИ РУД СО СРЕДНИМ СОДЕРЖАНИЕМ ЖЕЛЕЗА В РАЗВЕДАННЫХ ЗАПАСАХ В РФ



Источники: Центр «Минерал», оценка ФК «ОТКРЫТИЕ»

По мировым масштабам качество российских руд – среднее. Оно выше, чем в Китае и на Украине, но уступает бразильской и австралийской как по содержанию железа (около 30% в РФ против более 50% в Бразилии и Австралии), так и по наличию вредных примесей. Доля руд, не требующих обогащения, с содержанием железа 60% и более составляет лишь 12,5% от общих запасов российских руд. Впрочем, в абсолютных значениях этот показатель составляет 7 млрд т – примерно столько же, сколько в Бразилии и уступая лишь Австралии. Обеспеченность страны железной рудой составляет около 200 лет с учётом роста добычи: балансовые запасы превышают 100 млрд т, разведанные – 56 млрд т.

Российский рынок железорудного сырья представлен в настоящее время 12 крупными производителями и рядом мелких. До революции 1917 г. основными добычными регионами являлись Урал и Криворожский бассейн на Украине. В советское время к ним добавились месторождения Курской магнитной аномалии (КМА), Карелии, Казахстана, а также Сибири и Дальнего Востока. Истощение богатых месторождений и рост производства чугуна и стали предопределил всё большее вовлечение в промышленную эксплуатацию бедных руд, главным образом, Урала, Сибири и Дальнего Востока России. Вместе с тем росла доля добычи руды открытым способом. СССР являлся крупнейшим производителем ЖРС в мире, полностью обеспечивающим свои сталелитейные комбинаты сырьём. С распадом Союза многие рудокопы и сталевары оказались в разных государствах. Прежде всего, это касается России, Украины и Казахстана – несмотря на сохранение прежних связей, участники рынка стали разрабатывать собственную политику выживания в новых условиях.

Развитие железорудной отрасли в России и Украине пошло диаметрально противоположными путями. Если украинские ГОКи в большинстве своём вошли в самостоятельные группы, то российские стали частью вертикально-интегрированных металлургических групп. Исключением в этом плане выступает лишь холдинг Алишера Усманова Металлоинвест, в составе которого ГОКи играют доминанту по отношению к сталелитейному подразделению. Так, Стойленский ГОК был приобретён НЛМК, Карельский окатыш и Оленегорский ГОК – Северсталью, Качканарский и Высокогорский ГОКи вкуче в ряд средних и мелких производителей – группой Евраз, Коршуновский – Мечелом. Среди сравнительно крупных добывающих комбинатов лишь Ковдорский ГОК (принадлежит группе Еврохим) и Богословское рудоуправление (входит в УГМК) не входят в сталелитейные холдинги.

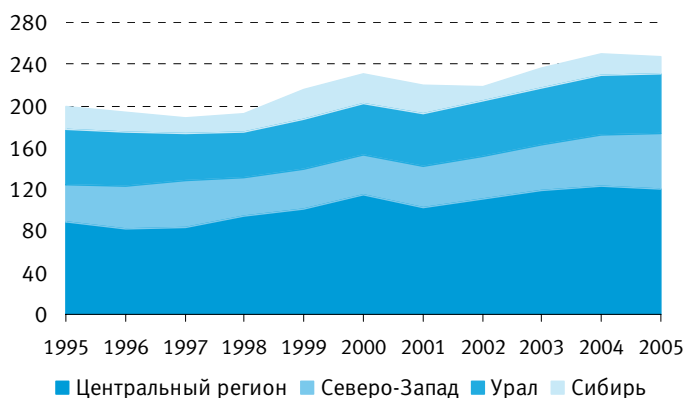
Основная часть произведённого в РФ ЖРС потребляется внутри страны, однако ряд ГОКов обладают значительным экспортным потенциалом. Это, прежде всего, крупнейшие комбинаты – Лебединский и Михайловский. С одной стороны, они расположены на западе страны недалеко от границы, с другой – входят в Металлоинвест, чьё сталелитейное производство является средним по российским меркам и потребности которого в разы меньше потенциала Михайловки и Лебединки, в результате чего большую часть своей продукции эти ГОКи продают на открытом рынке, в том числе, и за рубежом. Комбинаты Металлоинвеста поставляют ЖРС в Европу – от

Испании до Украины, Юго-Восточную Азию (Китай и Южную Корею), Ближний Восток (Саудовская Аравия, Турция, Иран).

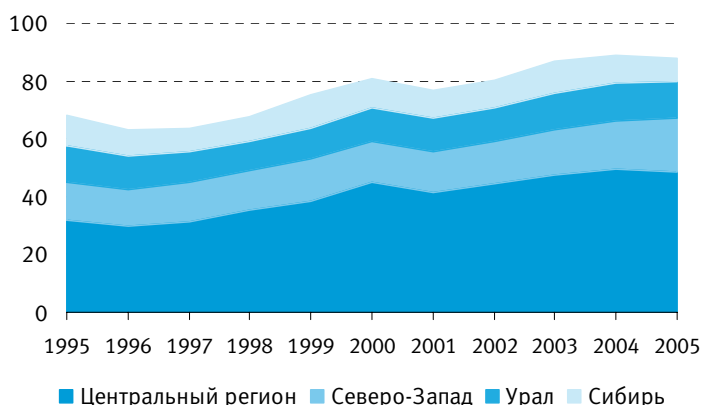
Несмотря на экспортный потенциал, Россия также ввозит ЖРС. Основными поставщиками выступают Казахстан и Украина. В 2006 г. российские предприятия импортировали 11 млн т железорудного сырья, превысив показатель 2005 г. на 12%. Однако это касается лишь двух компаний: Магнитогорского меткомбината и казахстанского Соколовско-Сарбайского производственного объединения (ССГПО). 99% ЖРС в прошлом году было импортировано из Казахстана, а ввоз из Украины почти прекратился. Мы полагаем, что в дальнейшем данная структура импорта сохранится, ибо в начале 2007 г. ММК подписал долгосрочный (на 10 лет) контракт с ССГПО о поставках. Остальные же крупные представители чермета имеют свои добывающие мощности.

Особенностью развития отечественной железорудной промышленности является нарастающий географический дисбаланс: по мере истощения уральских и сибирских месторождений всё большее значение приобретает район КМА. Так, в 1995-2006 гг. комбинаты КМА увеличили выпуск продукции на треть, в то время как производство ЖРС на Урале и в Сибири неуклонно снижается. Стабильным остаётся добыча на северо-западных ГОКах – Костомукшском, Оленегорском и Ковдорском.

Динамика добычи сырой железной руды по регионам, 1995-2005, млн т



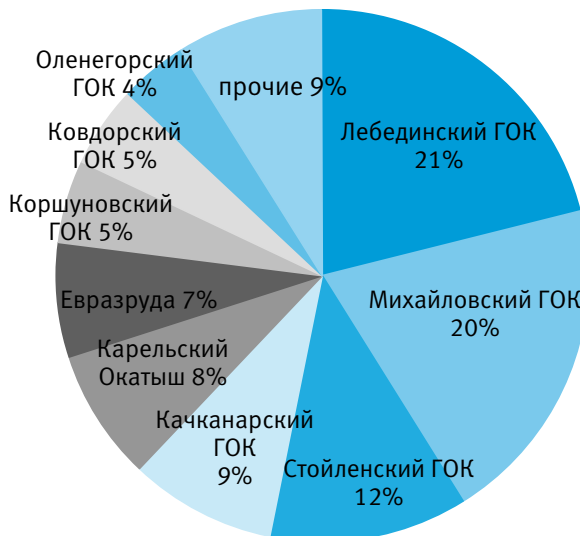
Динамика производства железорудного концентрата по регионам, 1995-2005, млн т



Источник: СПАРК

Сегодня на долю 4 комбинатов Курской МА – Лебединского, Михайловского, Стойленского и КМА-Руды – приходится 55% производимого в стране ЖРС. Крупнейший Лебединский ГОК при этом занимает 21% рынка России, Михайловский – 20%, Стойленский – 12%.

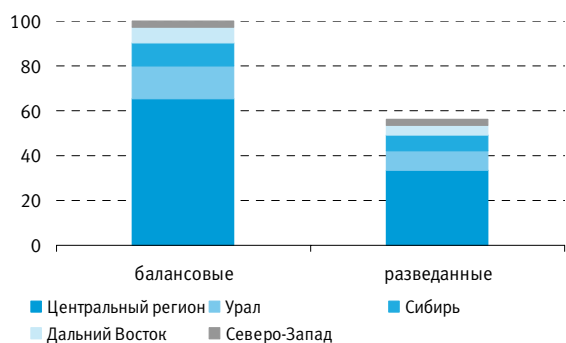
Доля ГОКов на российском рынке ЖРС в 2006 г.



Источник: Стойленский ГОК



### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАПАСОВ ЖЕЛЕЗНЫХ РУД ПО РЕГИОНАМ, МЛРД Т



Источники: Центр «Минерал»

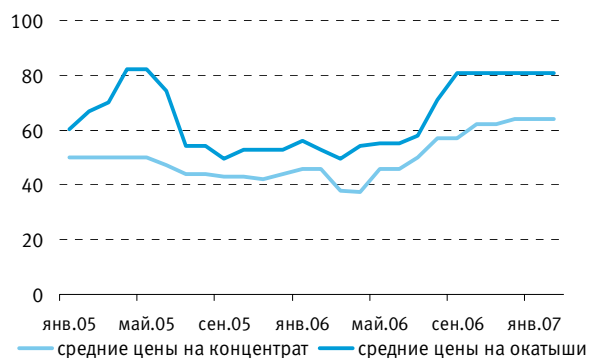
Мы полагаем, что в будущем комбинаты КМА сохранят первенствующее положение в России – регион обладает крупнейшими запасами железной руды в стране. Помимо крупных запасов, регион обладает уже достаточно развитой инфраструктурой, что делает разработку новых месторождений здесь намного более привлекательной, нежели в восточных и северных районах страны.

Рост спроса на металл в Сибири и на Дальнем Востоке отчасти ограничивается фактическим отсутствием здесь сталеплавильного и горнодобывающего комплекса, способного поддержать здешний рост. В результате потребители проката вынуждены импортировать его из Китая. Планы же развития на востоке России сталеплавильных мощностей наталкиваются на отсутствие добывающих мощностей. Вместе с тем в регионе разведан ряд перспективных месторождений, разработка которых решила бы не только проблему обеспеченности сырьём местных меткомбинатов, но и позволила бы осуществлять экспорт ЖРС в Китай, Японию и Корею – традиционных импортёров железорудного сырья. Вместе с тем с разработкой сибирских месторождений связано множество проблем, прежде всего, отсутствие необходимой инфраструктуры и тяжёлые климатические условия добычи. Решение указанных проблем предполагает как интерес инвесторов в плане доходности и возможностей сбыта, так и поддержку со стороны федеральных и местных властей.

Спрос на железорудное сырьё напрямую зависит от спроса на продукцию сталелитейной отрасли, развитие которой носит циклический характер. Однако в последние годы циклы в чёрной металлургии уже не столь очевидны, как ранее, благодаря высокому спросу и росту потребления металлопродукции в мире. В связи с этим производство ЖРС в России также стабильно растёт, в 2006 г. отечественные ГОКи произвели 102 млн т сырья – больше, чем в 2005 г. на 7%.

Ценообразование в России хоть и не следует полностью в фарватере мировых цен, однако во многом повторяет их динамику. В 2003-04 гг. ГОКи увеличивали цены на свою продукцию вслед за ростом стоимости металлопроката, который подорожал за указанные 2 года на 90%. Цены на ЖРС при этом росли более медленными темпами. Однако в 2005 г. на рынке сталепродукции наступило охлаждение, в то время как ГОКи старались наверстать упущенное, продолжая поднимать цены. Сталевары воспротивились, инициировали даже антимонопольное разбирательство, которое касалось, прежде всего, Лебединского и Михайловского ГОКов, однако усилия оказались тщетными. В 2005 г. цены на ЖРС сами пошли вниз, хотя данная тенденция оказалась краткосрочной. В начале 2006 г. «большая тройка» мировых производителей вновь инициировала 30-процентное повышение цен на ЖРС, российские ГОКи последовали их примеру. Летом BHP Billiton, CVRD и Rio Tinto подняли цены ещё примерно на 20%. То же самое на внутреннем рынке сделал Металлоинвест. Правда, в минувшем году металлопрокат пользовался хорошим спросом, благодаря чему сталевары переложили издержки на руду на потребителя. В октябре 2006 г. рудари, сославшись на неослабевающий рост цен на сталепродукцию, увеличили стоимость концентрата на 5%, окатышей – на 8%. В конце декабря ГОКом удалось поднять цены на концентрат ещё на 3%, правда, не без сопротивления сталеваров. Последние попытались было разыграть карту Украины и Казахстана, однако там к концу года незаконтрактованных запасов фактически не осталось, поэтому отечественным меткомбинатам не оставалось ничего иного, как принять новые цены. В результате к февралю стоимость концентрата на внутреннем рынке достигла \$64 за т, окатышей - \$85/т.

### ДИНАМИКА СРЕДНИХ ЦЕН НА ЖРС НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ РОССИИ, \$/Т



Источники: MetalTorg, Metal Ukraine, оценка ФК «ОТКРЫТИЕ»

### УКРАИНСКИЙ РЫНОК ЖЕЛЕЗОРУДНОГО СЫРЬЯ: ПОКОЙ ТАМ ТОЛЬКО СНИТСЯ

Разведанных запасов железной руды на Украине хватит примерно на 50 лет, балансовых – на 100 лет.

Украинский рынок ЖРС представлен 7 производителями: Ингулецким, Северным, Полтавским, Южным, Центральным ГОКаи, ОАО «Сухая Балка» и Криворожским железорудным комбинатом. Почти все они расположены в Днепропетровской области.

Распад СССР чёрная металлургия Украины пережила тяжелее, чем Россия. Вследствие значительной бартеризации внутреннего рынка, основным источником дохода и получения наличных средств для металлургов страны стали экспортные поставки, которые и по сей день играют немалую роль в деятельности украинских рудокопов.

Украину, в отличие от России, фактически не затронул процесс образования вертикально-интегрированных компаний, поэтому сталевары и рудари выступают самостоятельными игроками на рынке.

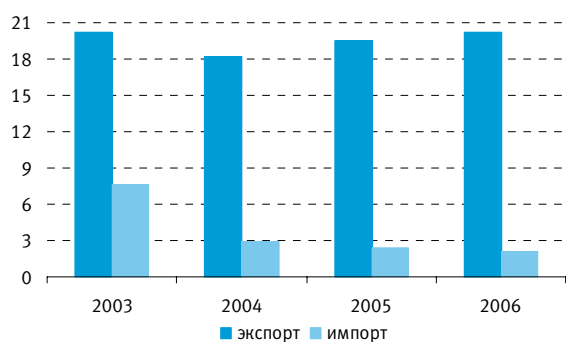
Независимость ГОКов от металлургов, возможности последних закупать сырьё у расположенных неподалёку российских комбинатов Курской магнитной аномалии, а также большая зависимость украинских ГОКов от экспорта имеют ключевое значение в ценообразовании. При этом объёмы поставок определяются по контрактам раз в год, в то время как цены пересматриваются каждый месяц. Вследствие этого волатильность цен на ЖРС на внутреннем рынке Украины выше, чем в России.

В 2005 и 2006 г. Украина вывозила за границу почти 20 млн т ЖРС в год – около трети всего производимого сырья. В текущем году украинские рудокопы намерены увеличить производство железорудного сырья на 3,5 млн т, при этом подавляющая часть этого объёма найдёт своего покупателя за рубежом. До недавнего времени основным экспортным рынком ЖРС были страны Центральной Европы, однако в последние годы всё больше украинской продукции стало поставляться в Азию – от Турции до Китая. Ряд экспертов полагаем, что в обозримом будущем украинские ГОКи с учётом роста производства ЖРС смогут половину его объёма отправлять за границу. Однако рудокопы, судя по всему, вскоре столкнутся с проблемой недостатка перевалочных мощностей в случае дальнейшего роста экспорта украинского сырья в Азию. В свою очередь, рудари осознают возможность возникновения данных трудностей и намерены инвестировать в расширение портовых мощностей. К примеру, самый активный украинский экспортёр – Полтавский ГОК – уже строит совместно с компанией ТрансИнвестСервис терминал для навалочных грузов (главным образом, окатышей) мощностью 5 млн т в год в порту Южный под Одессой.

Вследствие всех описанных причин схема взаимоотношений ГОКов и сталеваров на Украине довольно сложна и противоречива: при том что значительная часть производимого в стране ЖРС вывозится за рубеж, немалая его часть закупается сталелитейными комбинатами за рубежом, прежде всего, в России. С одной стороны, подобная ситуация оставляет поле для манёвра как рудокопам, так и сталеварам. С другой – зачастую приводит к конфликтам между ними, не гарантируя стабильности ни по объёмам поставок, ни по ценам. При возникновении противоречия сталевары сразу обращают взоры на более качественное российское ЖРС (и даже бразильское, как это было в 2005 г.), а рудари грозятся ещё большую часть своей продукции отправлять за рубеж.

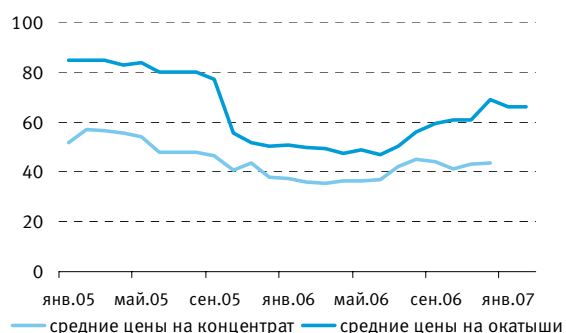
Традиционным покупателем российской железной руды являются Мариупольский (ММК им. Ильича), Енакиевский комбинаты. В меньших объёмах ЖРС из России ввозят Донецкий метзавод и Алчевский комбинат. Всего в 2005 г. украинские сталевары импортировали из России 2,4 млн т ЖРС., в 2006 г. снизили данные объёмы до 2,0 млн т, а по итогам 5 месяцев 2007 г. вновь увеличили – почти наполовину по сравнению с аналогичным периодом 2006 г.

### ЭКСПОРТ-ИМПОРТ ЖРС УКРАИНОЙ, МЛН Т



Источники: Укррудпром, оценка ФК «ОТКРЫТИЕ»

### ДИНАМИКА СРЕДНИХ ЦЕН НА ЖРС НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ УКРАИНЫ, \$/Т



Источники: Metal Ukraine, оценка ФК «ОТКРЫТИЕ»

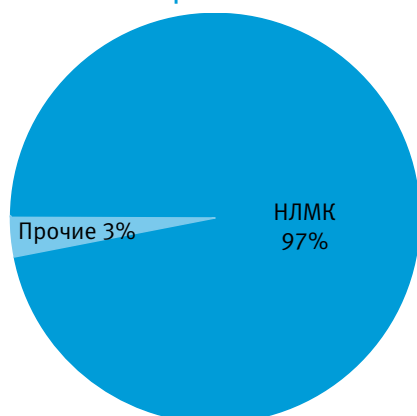
## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ АКЦИИ СТОЙЛЕНСКОГО ГОКА СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$726 ПОТЕНЦИАЛ РОСТА 142%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер в RTS Board	sgok
Количество АО, тыс.	3 114,3
Free float, %	3%
Цена закрытия в РТС, \$	300
Справедливая цена, \$	726
МСар, \$ млн	934
EV, \$ млн	926
Производство ЖРС 2006, млн т	12,7

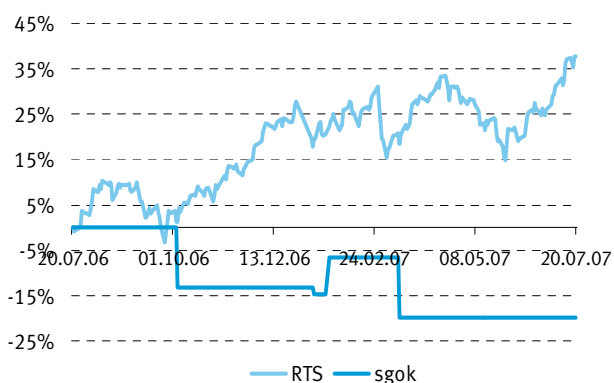
Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### СОСТАВ АКЦИОНЕРОВ



Источники: компания

### ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС И КОТИРОВОК СТОЙЛЕНСКОГО ГОКА



Источники: РТС

## СТОЙЛЕНСКИЙ ГОК

### СПУТНИК НЛМК

Стойленский ГОК расположен в городе Старый Оскол Белгородской области. Стойленский рудник был заложен в 1961 г. производительностью 4 млн т руды в год. Рудник был временно включён в комбинат КМАруда. В 1965 г. рудник был выведен из состава последнего, а 31 декабря 1968 г. первая очередь Стойленского рудоуправления была принята в эксплуатацию. Первую руду предприятие отгрузило в 1969 г. В 1975 г. было принято решение о создании Стойленского ГОКа. В 1983 г. была пущена первая очередь обогатительной фабрики, и с 1984 г. ГОК стал регулярно поставлять концентрат Новолипецкому меткомбинату, который в мае 2004 г. стал основным акционером старооскольского предприятия. Советский проект Стойленского ГОКа предполагал и строительство окомковательной фабрики для производства окатышей, однако план не воплощён в жизнь из-за развала СССР.

### РЫВОК К ОКАТЫШАМ

Стойленский ГОК является третьим по величине в России, уступая лишь Лебединскому и Михайловскому. В 2006 г. ГОК произвёл 12,7 млн т железорудного сырья. Предприятие разрабатывает открытым способом Стойленское месторождение Курской магнитной аномалии. Глубина карьера в настоящее время составляет 335 м. Утверждённые балансовые запасы в контуре карьера составляют 26,6 млн т богатых железных руд и 1,4 млрд т железистых кварцитов – более бедных руд. Почти всю свою продукцию ГОК поставляет НЛМК, закрывая потребности последнего в ЖРС на 90%. Стоит обратить внимание, что с 2000 г. добыча руды и производство ЖРС практически стагнируют. В 2007 г. компания намерена сохранить производство на уровне 2006 г.

Конечной продукцией Стойленского ГОКа являются концентрат и аглоруда. Последнюю с 52-процентным содержанием железа выделяют из богатых руд в результате 3 стадий дробления и грохочения. Концентрат же получают из более бедных железистых кварцитов путём 3-стадийного дробления. Он соответствует мировым стандартам качества – содержание железа составляет 66,7% при низкой доли кремнезёма и алюминия. Доля концентрата в общем производстве ЖРС достигает 90%.

Доля экспорта в выручке компании незначительна и колеблется в пределах 5-7% в структуре общих продаж. Как правило, иностранными покупателями стойленской руды выступают украинские меткомбинаты.

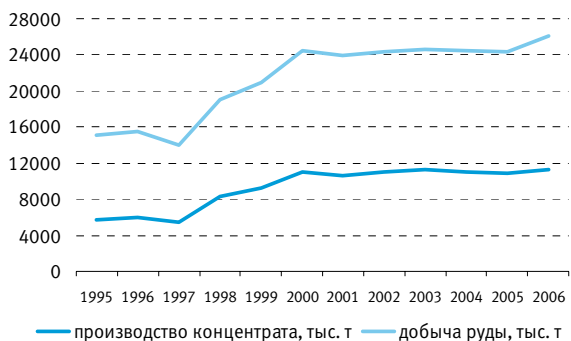
Помимо товарной железной руды, Стойленский ГОК в последнее время активно развивает попутное производство из отходов основной деятельности. На этой основе комбинат выпускает сегодня щебень и керамзитовый гравий.

Компания запланировала на 2007-11 гг. осуществление 2-го этапа программы технического перевооружения, основное внимание которой будет уделено перерабатывающим мощностям. В частности, к началу II полугодия планируется построить 4-ю технологическую секцию обогатительной фабрики мощностью 3,3 млн т концентрата в год, что позволит увеличить суммарный выпуск концентрата до 14,6 млн т в год. Кроме того, к 2009 г. ГОК намерен соорудить собственную окомковательную фабрику и выпускать 3 млн т окатышей в год.

### ПРИБЫЛЬНОЕ ПОСТОЯНСТВО

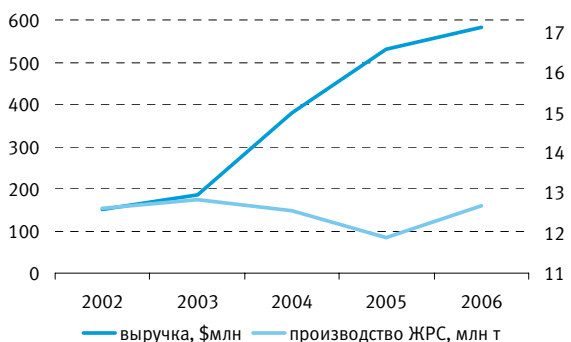
Стойленский ГОК – один из немногих в России, который с 1999 г. работает исключительно в прибыль. При этом производство ЖРС фактически стагнирует. Выручка же с 2000 г. выросла почти в 4 раза, что говорит об умении предприятия выгодно использовать удачную рыночную конъюнктуру. Об этом говорит и лидерство ГОКа по

### ДОБЫЧА РУДЫ И ПРОИЗВОДСТВО КОНЦЕНТРАТА СТОЙЛЕНСКИМ ГОКОМ



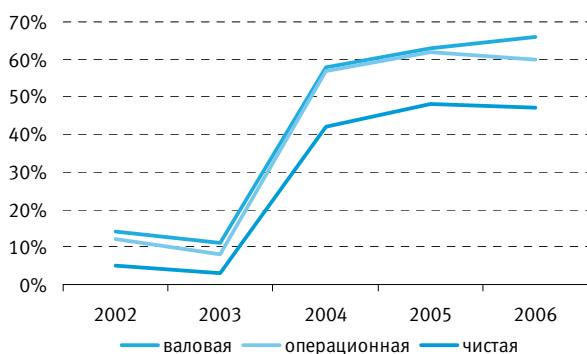
Источники: Интерфакс, компания

### ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА (ПРАВАЯ ШКАЛА) И ВЫРУЧКИ СТОЙЛЕНСКОГО ГОКА



Источники: компания, Интерфакс, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

### РОСТ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ СТОЙЛЕНСКОГО ГОКА, 2002-06



Источники: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

прибыльности среди российских конкурентов: рентабельность по EBITDA в 2005-06 гг. составляла 63%, по чистой прибыли – в 2005 г. 48%, в 2006 г. – 47%. С вводом в строй окомковательной фабрики следует ожидать дальнейшего улучшения прибыльности компании.

В минувшем году благодаря некоторому повышению цен на ЖРС в России Стойленский ГОК смог улучшить свои финансовые результаты: выручка выросла на 5%, операционная прибыль – на 3%, EBITDA – на 5%, чистая прибыль – на 3,5%. Мы полагаем, что в текущем году рост финансовых показателей ГОКа будет более существенным. Данные I квартала явно говорят в пользу этого: выручка увеличилась по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. на 99%, операционная прибыль – на 179%, чистая прибыль – на 186%.

Долг предприятия очень низок: по итогам 2006 г. отношение обязательств к капиталу компании составляла всего 5%, к выручке – 6%. При этом на счетах ГОКа остаётся немало ликвидных средств, основная часть которых представлена краткосрочными финансовыми вложениями – на конец I квартала 2007 г. они составляли \$571 млн.

### ОЦЕНКА

Наша модель опирается на планы Стойленского ГОКа по увеличению производства концентрата к 2009 г. до 14,5 млн т, а также вводе в строй окомковательной фабрики по выпуску 3 млн т окатышей. Мы также полагаем, что в обозримом будущем производство аглоруды останется примерно на текущем уровне – 1,5 млн т в год. Оценка по методу дисконтированных денежных потоков дают нам справедливую оценку одной акции компании в размере \$675, что выше текущих котировок в 2,25 раза.

Сравнительный метод также показывает, что акции Стойленского ГОКа торгуются с серьёзным дисконтом по отношению к компаниям-аналогам. Мы полагаем, что потенциал роста бумаг предприятия по результатам сравнения с последними составляет 211%.

Наша итоговая оценка по двум методам предполагает потенциал роста 142% целевую цену бумаги Стойленского ГОКа в размере \$726, вследствие чего мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции компании.

## МОДЕЛЬ DCF СТОЙЛЕНСКОГО ГОКА

## КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
<b>Глобальные допущения</b>								
Рост мирового ВВП, %	4,9%	5,4%	4,9%	4,9%	4,5%	4,5%	4,0%	4,5%
Рост ВВП Китая, %	10,4%	10,7%	10,0%	9,5%	9,2%	9,0%	9,0%	8,0%
Производство ЖРС в мире, млн т	1 360	1 520	1 650	1 700	1 800	1 930	2 060	2 150
Потребление ЖРС в мире, млн т	1 450	1 600	1 680	1 720	1 800	1 930	2 060	2 150
Потребление ЖРС в Китае, млн т	660	730	780	820	870	960	1 030	1 085
Средняя цена на ЖРС в мире, \$/т	46	53	58	64	70	65	60	55
<b>Допущения по РФ</b>								
Рост ВВП РФ, %	6,4%	6,7%	6,4%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,5%
Производство ЖРС, млн т	88	102	105	108	112	120	126	126
<b>Допущения по Стойленскому ГОКу</b>								
Производство концентрата, млн т	10,8	11,3	11,5	13,0	13,5	11,5	11,5	11,5
Производство аглоруды, млн т	1,1	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Производство окатышей, млн т	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	3,0	3,0	3,0
Цена на концентрат, \$/т	44,3	46,4	50,0	53,0	55,0	55,0	55,0	55,0
Цена на аглоруду, \$/т	30,0	35,0	38,0	40,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Цена на окатыши, \$/т	76,9	65,0	70,0	73,0	75,0	70,0	70,0	65,0

Источник: данные и план компании, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## ПРОГНОЗ ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка от реализации	532	583	627	749	881	906	906	891	891
Себестоимость	(182)	(201)	(195)	(240)	(299)	(335)	(344)	(356)	(356)
в т.ч. амортизация	(7)	(15)	(16)	(19)	(21)	(23)	(23)	(22)	(22)
Валовая прибыль	349	382	433	509	581	570	561	534	534
Операционная прибыль	327	351	403	473	538	527	517	491	491
ЕВИТДА	334	365	418	492	560	549	540	513	513
Прибыль до налога на прибыль	338	367	418	476	539	526	517	491	491
Чистая прибыль	256	276	315	359	407	397	390	371	371
Валовая рентабельность, %	66%	66%	69%	68%	66%	63%	62%	60%	60%
Операционная рентабельность, %	62%	60%	64%	63%	61%	58%	57%	55%	55%
Рентабельность ЕВИТДА, %	63%	63%	67%	66%	64%	61%	60%	58%	58%
Рентабельность чистой прибыли, %	48%	47%	50%	48%	46%	44%	43%	42%	42%

Источник: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## ПРОГНОЗНЫЙ БАЛАНС

\$ млн	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Необоротные активы	176	234	296	360	447	495	494	520	538
Основные средства	97	152	207	255	326	371	371	401	419
Оборотные активы	300	536	782	1 082	1 406	1 757	2 148	2 492	2 844
<b>Всего активы</b>	<b>476</b>	<b>770</b>	<b>1 078</b>	<b>1 442</b>	<b>1 853</b>	<b>2 252</b>	<b>2 642</b>	<b>3 012</b>	<b>3 382</b>
Капитал и резервы	463	734	1 049	1 408	1 814	2 210	2 602	2 972	3 342
Долгосрочные обязательства	1	3	4	4	4	4	4	4	4
Краткосрочные обязательства	12	33	25	30	35	36	36	36	36
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>476</b>	<b>770</b>	<b>1 078</b>	<b>1 442</b>	<b>1 853</b>	<b>2 252</b>	<b>2 642</b>	<b>3 012</b>	<b>3 382</b>

Источник: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ КОМПАНИИ

\$ млн	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Операционная прибыль	403	473	538	527	517	491	491
Налог на прибыль	(101)	(115)	(131)	(128)	(125)	(119)	(119)
Капвложения	(150)	(150)	(100)	(50)	(50)	(135)	(150)
Амортизация	16	19	21	23	23	22	22
Изменения в оборотном капитале	(70)	(20)	(35)	(5)	0	3	0
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>97</b>	<b>207</b>	<b>294</b>	<b>367</b>	<b>365</b>	<b>262</b>	<b>244</b>

Источник: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## РАСЧЕТ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ (WACC)

Безрисковая ставка	6%
Премия за риск	7%
Отраслевая бета	1,05
САРМ (ставка дисконтирования для собственного капитала)	13%
Стоимость долга	10%
Доля долга в структуре капитала, %	5%
Дисконт за неликвидность, %	25%
<b>WACC</b>	<b>15,5%</b>

Источник: расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## РАСЧЕТ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Темпы роста в п/п, %	0%
Стоимость в п/п, \$млн	1 682
Сумма ДДП, \$млн	1 474
Диск. стоимость в п/п, \$млн	620
<b>Стоимость компании (EV), \$млн</b>	<b>2 093</b>
Чистый долг, \$ млн	-8
<b>Стоимость акционерного капитала, \$млн</b>	<b>2 101</b>
Акция в обращении, млн	3,11
Справедливая цена акции, \$	<b>675</b>
Потенциал роста к рын. цене, %	125%
Рейтинг	<b>ПОКУПАТЬ</b>

Источник: расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Карельский Окатыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Коршунровский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,41	4,15	6,33	1,74		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,56	14,11	42,17	6,52		
Среднее по аналогам		3,89	9,64	10,05	3,64		
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

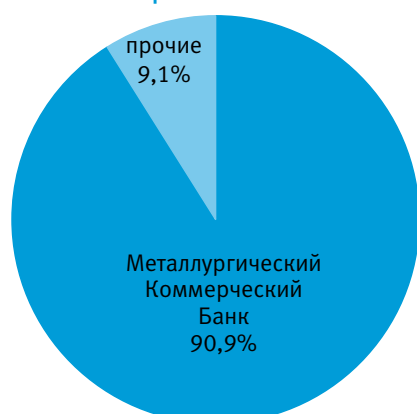
## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ АКЦИИ КАРЕЛЬСКОГО ОКАТЫША СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$1 912 ПОТЕНЦИАЛ РОСТА 86%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер в RTS Board	karo
Количество АО, тыс.	1 096,4
Free float, %	9%
Цена закрытия в РТС, \$	1 028
Справедливая цена, \$	1 912
МСар, \$ млн	1 127
EV, \$ млн	1 300
Производство ЖРС 2006, млн т	9,4

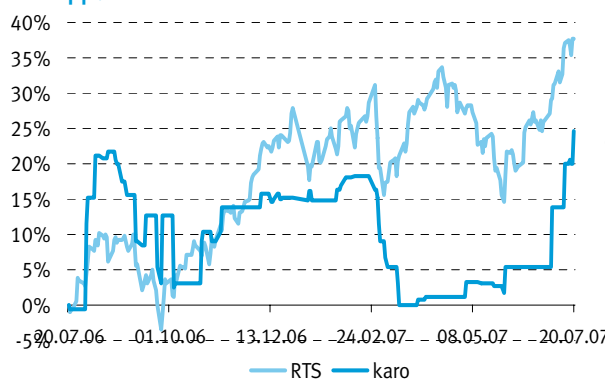
Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### СОСТАВ АКЦИОНЕРОВ



Источники: компания

### ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС И АКЦИЙ КАРЕЛЬСКОГО ОКАТЫША ЗА ПОСЛЕДНИЕ 52 НЕДЕЛИ



## КАРЕЛЬСКИЙ ОКАТЫШ

### РЯДОМ С ФИННАМИ – ВМЕСТЕ С ФИННАМИ

Карельский окатыш расположен в Карелии в городе Костомукша. Производственные мощности относительно молоды: решение о строительстве Костомукшского ГОКа было принято в 1974 г., а первая линия комбината была пущена в 1982 г. Комбинат строился совместно с финскими специалистами, что было обусловлено соглашением о поставках железорудного сырья с нового ГОКа сталеварам Финляндии. Менее чем через год после пуска первой очереди Костомукшского ГОКа начались поставки окатышей финскому Rautaruukki.

### СТАБИЛЬНЫЙ РОСТ

Карельский окатыш добывает низкокачественные магнетито-кварцитные руды Костомукшского месторождения. Согласно оценкам по стандартам JORC, Карельский окатыш владеет установленными запасами в 1 338 млн тонн железной руды. Среднее содержание железа в рудах компании составляет 29%. Основным сырьевым активом компании остаётся крупнейшее на северо-западе страны Костомукшское месторождение – на нём ежегодно добывается около 24 млн т сырой руды. В 2006 г. Карельский окатыш приступил к разработке близлежащего Корпангского месторождения подземным способом. Качество руды – со средним содержанием железа 29% - аналогично костомукшской. Корпангский рудник способен давать 7,5 млн т рядовой руды в год, его запасы оцениваются в 400 млн т. Данное месторождение приблизительно в 3 раза меньше Костомукшского и призвано, главным образом, поддерживать и увеличивать объёмы производства в период снижения добычи на основном месторождении.

Конечным продуктом Карельского окатыша являются высококачественные окатыши – мощности по их производству составляют 11 млн т в год при содержании железа 64-66%. Компания производит офлюсованные и неофлюсованные окатыши любых качественных характеристик. Высокое качество карельских окатышей достигается, в частности, за счёт большого окомкователя, перерабатывающего концентрат в окатыши.

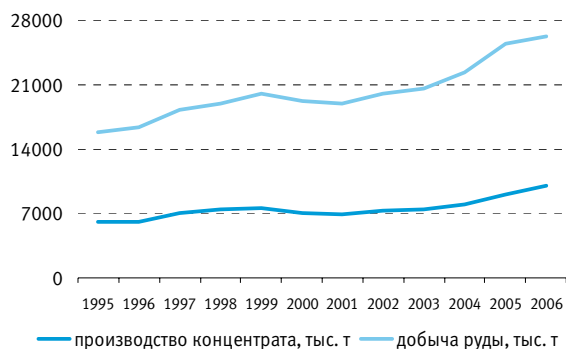
Обогатительная фабрика расположена в 7 км от Костомукшского месторождения и в 25 км от Корпангского, её мощности составляют 9,6 млн т концентрата (28 млн т руды на входе). Фабрика состоит из 2 линий дробления и 12 обогатительных контуров с первичной магнитной и вторичной гравитационной сепарацией. Северсталь планирует увеличить её мощности до 11,7 млн т к 2008 г. при помощи установки оборудования для сухой магнитной сепарации.

Производство окатышей компанией имеет тенденцию к росту: если в 2003 г. из было выпущено 7 млн т, то в 2006 г. – 9,4 млн т. За счёт ввода в эксплуатацию Корпанги Карельский окатыш намерен увеличить производство своей основной продукции до 10 млн т.

Традиционными покупателями железорудной продукции Карельского окатыша являются Череповецкий меткомбинат, также входящий в Северсталь, а также финский Rautaruukki и немецкий Ekostahl, принадлежащий ArcelorMittal. В 2006 г., однако, поставки в адрес немецкого предприятия были прекращены. Российский ГОК в настоящее время также не осуществляет поставки в Центрально-Восточную Европу, хотя ещё в начале 2000-х гг. отгружал окатыши в адрес венгерского Dunaferr, словацкой US Steel Kosice, польских Huta Sendzimir и Huta Sczescin В IV квартале 2006 г. Карельский окатыш стал также поставлять окатыши итальянской Lucchini – мы полагаем, что компания с Аппенин станет теперь постоянным получателем карельской продукции. В июне же 2007 г. карельский ГОК подписал контракт с англо-голландским сталеваром Corus о поставках в его адрес 3 млн т окатышей в ближайшие 3 года.

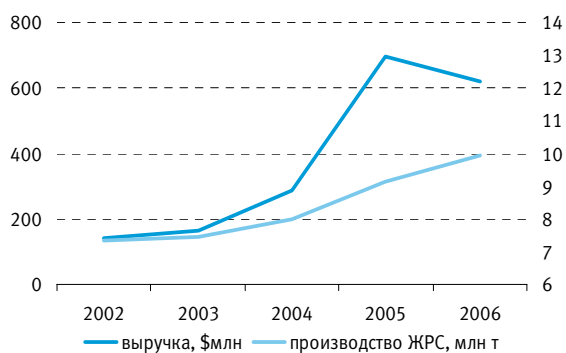


## ДОБЫЧА РУДЫ И ПРОИЗВОДСТВО КОНЦЕНТРАТА КАРЕЛЬСКИМ ОКАТЫШЕМ



Источники: Интерфакс, компания

## ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА (ПРАВАЯ ШКАЛА) И ВЫРУЧКИ КАРЕЛЬСКОГО ОКАТЫША



Источники: компания, Интерфакс, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## СЕВЕРНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Карельский Окамыш не стал ареной битвы крупных холдингов, но тем не менее, в начале 2000-х гг. компания пережила финансовые затруднения, работая до 2002 г. в убыток. В 2003 г. предприятие получило минимальную чистую прибыль в \$3,6 млн. В 2004 г. Карельский Окамыш получил довольно скромную прибыль на фоне основных конкурентов в России: рентабельность по чистой прибыли составила 17% при 40% у Лебединского ГОКа, 29% у Михайловского и 42% у Стойленского. Сегодня Карельский Окамыш является средним по рентабельности комбинатом в РФ: рентабельность по чистой прибыли по итогам 2006 г. у него составила 22%, что выше, чем у Богословского рудоуправления, однако ниже, чем у остальных крупных аналогов, включая даже Олкон. Скорее всего, негативное влияние на рентабельность оказывает бедность руды. В то же время к плюсам Карельского Окамыша можно отнести наличие окомковательной фабрики, позволяющей производить из концентрата окатыши – продукт с более высокой добавочной стоимостью.

Задолженность компании находится на приемлемом уровне: отношение долга к капиталу составило по итогам 2006 г. 39%, долга к выручке – 35%.

Мы ожидаем роста выручки и прибыли Карельского Окамыша за счёт ввода в эксплуатацию Корпангского месторождения. Мы также полагаем, что компании удастся в ближайшие годы повысить рентабельность, в частности, за счёт увеличения доли экспортных поставок своей продукции в выручке. Согласно плану Северстали, инвестиции в горнорудный сектор Северсталь-ресурса (железная руда и уголь) до 2010 г. составят более полутора миллиардов долларов, немалую часть которых получит, как мы полагаем, Карельский Окамыш.

## ОЦЕНКА

В своей модели по компании мы предполагаем рост производства окатышей до 11,3 млн в год к 2011 г. При этом доля внутренних продаж к этому времени составит 8,0 млн т. Остальной объём будет реализован европейским потребителям – Lucchini, Rataruukki, Cogus и, возможно, кому-либо ещё. Наша целевая цена акций Карельского Окамыша на основе модели DCF составляет \$1 903.

Сравнение с компаниями-аналогами также говорит в пользу значительного потенциала роста у Карельского Окамыша. С нашей точки зрения, он составляет 92%.

Наша итоговая оценка акции Карельского Окамыша составляет \$1 912, что на 86% выше текущих котировок - \$1 028. На основании этого мы рекомендуем бумаги Карельского Окамыша к ПОКУПКЕ.

## МОДЕЛЬ DCF КАРЕЛЬСКОГО ОКАТЫША

## КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
<b>Глобальные допущения</b>								
Рост мирового ВВП, %	4,9%	5,4%	4,9%	4,9%	4,5%	4,5%	4,9%	4,5%
Рост ВВП Китая, %	10,4%	10,7%	10,0%	9,5%	9,2%	9,0%	9,0%	8,0%
Производство ЖРС в мире, млн т	1 360	1 520	1 650	1 700	1 800	1 930	2 060	2 150
Потребление ЖРС в мире, млн т	1 450	1 600	1 680	1 720	1 800	1 930	2 060	2 150
Потребление ЖРС в Китае, млн т	660	730	780	820	870	960	1 030	1 085
Средняя цена на ЖРС в мире, \$/т	46	53	58	64	70	65	60	55
<b>Допущения по РФ</b>								
Рост ВВП РФ, %	6,4%	6,7%	6,4%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,5%
Производство ЖРС, млн т	88	102	105	108	112	120	126	126
<b>Допущения по Карельскому Окатышу</b>								
Производство окатышей, млн т	8,9	9,4	10,0	10,3	10,6	11,0	11,3	11,3
Продажи на внутреннем рынке, млн т	6,8	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,3	8,3
Цены на окатыши для российских потребителей, \$/т	77	65	70	73	75	70	70	65
Продажи на европейском рынке, млн т	2,1	3,4	3,5	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0
Цены на окатыши для европейских потребителей, \$/т	83	68	73	76	78	73	73	68

Источник: данные и план компании, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## ПРОГНОЗ ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка от реализации	697	621	711	763	805	779	800	743	743
Себестоимость	(272)	(342)	(356)	(366)	(403)	(405)	(424)	(409)	(409)
в т.ч. амортизация	(132)	(161)	(156)	(168)	(177)	(171)	(176)	(164)	(164)
Валовая прибыль	425	279	356	397	403	374	376	335	335
Операционная прибыль	355	197	274	309	310	284	284	249	249
ЕБИТДА	487	359	430	477	487	456	460	413	413
Прибыль до налога на прибыль	350	189	271	306	307	281	281	246	246
Чистая прибыль	266	139	193	219	219	201	201	175	175
Валовая рентабельность, %	61%	45%	50%	52%	50%	48%	47%	45%	45%
Операционная рентабельность, %	51%	32%	39%	41%	39%	37%	36%	34%	34%
Рентабельность ЕБИТДА, %	70%	58%	61%	63%	61%	59%	58%	56%	56%
Рентабельность чистой прибыли, %	38%	22%	27%	29%	27%	26%	25%	24%	24%

Источник: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## ПРОГНОЗНЫЙ БАЛАНС

\$ млн	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Необоротные активы	205	273	326	340	369	391	399	406	420
Основные средства	167	195	235	259	298	320	328	335	349
Оборотные активы	268	479	636	841	1 033	1 211	1 405	1 391	1 552
<b>Всего активы</b>	<b>473</b>	<b>752</b>	<b>960</b>	<b>1 181</b>	<b>1 402</b>	<b>1 602</b>	<b>1 804</b>	<b>1 797</b>	<b>1 972</b>
Капитал и резервы	377	532	728	947	1 166	1 377	1 568	1 744	1 919
Долгосрочные обязательства	63	187	194	194	194	194	194	14	14
Краткосрочные обязательства	33	33	38	40	42	41	42	39	39
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>473</b>	<b>752</b>	<b>960</b>	<b>1 181</b>	<b>1 402</b>	<b>1 602</b>	<b>1 804</b>	<b>1 797</b>	<b>1 972</b>

Источник: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ КОМПАНИИ

\$ млн	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Операционная прибыль	274	309	310	284	284	249	249
Налог на прибыль	(76)	(86)	(86)	(79)	(79)	(69)	(69)
Капвложения	(150)	(95)	(109)	(72)	(289)	(56)	(65)
Амортизация	156	168	177	171	176	164	164
Изменения в оборотном капитале	(10)	(8)	(19)	5	(4)	10	0
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>195</b>	<b>288</b>	<b>274</b>	<b>310</b>	<b>89</b>	<b>297</b>	<b>279</b>

Источник: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ» П = прогноз

## РАСЧЕТ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ (WACC)

Безрисковая ставка	6%
Премия за риск	7%
Отраслевая бета	1,05
САРМ (ставка дисконтирования для собственного капитала)	13%
Стоимость долга	10%
Доля долга в структуре капитала, %	29%
Дисконт за неликвидность, %	20%
<b>WACC</b>	<b>14,7%</b>

Источник: расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## РАСЧЕТ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Темпы роста в п/п, %	1%
Стоимость в п/п, \$ млн	2 064
Сумма ДДП, \$ млн	1 343
Диск. стоимость в п/п, \$ млн	761
<b>Стоимость компании (EV), \$ млн</b>	<b>2 104</b>
Чистый долг, \$ млн	166
<b>Стоимость акционерного капитала, \$ млн</b>	<b>1 938</b>
Акция в обращении, млн	1,1
Справедливая цена акции, \$	<b>1 768</b>
Потенциал роста к рын. цене, %	92%
Рейтинг	<b>ПОКУПАТЬ</b>

Источник: расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Коршунровский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,34	3,99	5,60	1,62		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,56	14,11	42,17	6,52		
Среднее по аналогам		3,86	9,58	9,68	3,58		
Карельский Окамыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085

Источник: Vloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

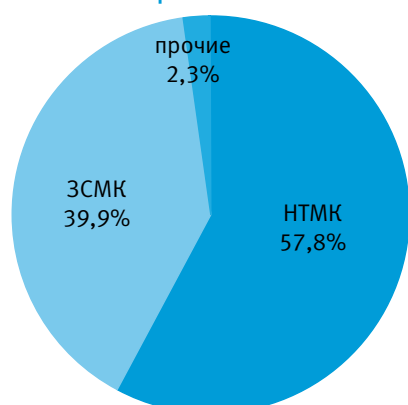
## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ АКЦИИ КАЧКАНАРСКОГО ГОКА СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$6,7 ПОТЕНЦИАЛ РОСТА 178%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер в RTS Board	kgok
Количество АО, тыс.	381 864,3
Free float, %	2%
Цена закрытия в РТС, \$	2,4
Справедливая цена, \$	6,7
МСар, \$ млн	917
EV, \$ млн	916
Производство ЖРС 2006, млн т	9,0

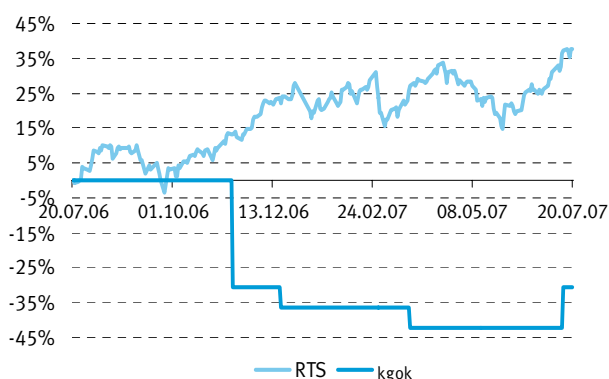
Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### СОСТАВ АКЦИОНЕРОВ



Источники: компания

### ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС И АКЦИЙ КАЧКАНАРСКОГО ГОКА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 52 НЕДЕЛИ



Источники: РТС

## КАЧКАНАРСКИЙ ГОК «ВАНАДИЙ»

### ОТ ПЛАТИНЫ К ЖЕЛЕЗУ

Широкую известность в России горы вблизи города Качканара получили во II половине XIX в., когда там были обнаружены платиновые россыпи. Граф Шувалов построил прииск «Качканар», однако вскоре россыпи были отработаны и к району интерес сохранили лишь учёные. Лишь в 1930-х гг. начались работы по планомерному изучению качканарских месторождений. Результаты исследований принесли как плюсы, так и минусы. С одной стороны, выяснилось, что железные руды Качканара содержат пятиокись ванадия – ценного и довольно редкого легирующего элемента. Кроме того, железной руды вокруг Качканара оказалось очень много. Однако руда эта была очень бедная. Следствием этого стало начало работ по изучению возможностей переработки руд с очень низким содержанием железа. В итоге, после долгих споров было решено строить горно-обогатительный комбинат, не имеющий до того времени мировых аналогов. Сырьевой базой было избрано Гусевогорское месторождение железо-ванадиевых руд.

Строительство было начато в 1957 г. Вокруг него развернулось множество дискуссий, касавшихся, прежде всего, способности обогащения качканарской руды и её использования в доменном производстве. На Западе даже писали, что СССР строит «крупнейший в мире щебёночный комбинат»: строители ГОКа действительно подстраховались и возвели конвейерную эстакаду от дробильной фабрики до железнодорожной станции для возможной доставки щебня. Руда Качканара всё же поддалась обогащению, а эстакада осталась стоять без дела.

Пуск Качканарского ГОКа Ванадий состоялся в 1963 г. Проектная мощность комбината составляла добычу 45 млн т руды в год. В 1990-х гг. комбинат, снизив добычу, работал нестабильно, находился на грани банкротства. В 2000 г. Качканар оказался в эпицентре жёсткой борьбы финансовых групп, в результате которой победу одержала УГМК Искандара Махмудова. В 2004 г. УГМК продала ГОК Евразхолдингу.

### БОЛЬШОЙ, НО БЕДНЫЙ...

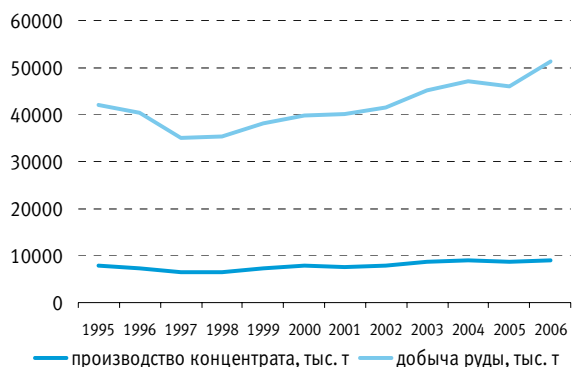
Сегодня Качканарский ГОК продолжает разрабатывать Гусевогорское месторождение с содержанием железа 17% и пятиоксида ванадия 0,14%. Балансовые запасы предприятия по категориям А+В+С1 составляют около 3,3 млрд т. Добыча осуществляется на 3 карьерах – Главном, Западном и Северном. ГОК является одним из двух предприятий в мире, осуществляющих добычу ванадийсодержащей железной руды.

В 2006 г. ГОК вышел на первое место в России по добыче руды, добыв 51 млн т. Комбинат производит агломерат и окатыши – объём их производства в 2006 г. составил 9 млн т. Агломерат формирует 30-32% выручки, окатыши – 66-67%.

Экспорт занимает небольшую долю в выручке Качканарского ГОКа – около 3%. Более 70% железорудного сырья отгружается в адрес Нижнетагильского меткомбината, также входящего в Евраз. Кроме НТМК, продукцию ГОКа закупают принадлежащие Евразу ЗСМК и НКМК, а также Чусовской метзавод. Экспортные поставки осуществляются на меткомбинаты Чехии, Украины и Казахстана. В 2003 г. после тестирования окатышей в лаборатории качества SGA в немецком Либенбург-Ортфрезене пробные поставки окатышей были осуществлены австрийской Voest-Alpine. Требовательным австрийцам качканарские окатыши понравились и они предложили поставлять им 360 тыс. т окатышей в год. Однако в настоящее время поставки в Альпийскую республику не осуществляются.

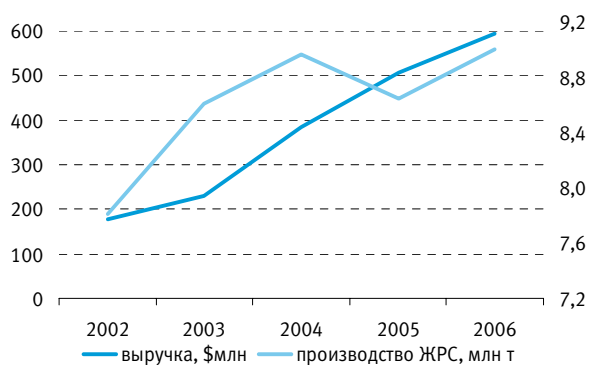
Ввиду истощения запасов Гусевогорского месторождения ГОКу требуются новые ресурсы. Таковым призвано стать Собственно-

### ДОБЫЧА РУДЫ И ПРОИЗВОДСТВО КОНЦЕНТРАТА КАЧКАНАРСКИМ ГОКОМ



Источники: Интерфакс, компания

### ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА (ПРАВАЯ ШКАЛА) И ВЫРУЧКИ КАЧКАНАРСКОГО ГОКА



Источники: компания, Интерфакс, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

Качканарское месторождение, ввод которого планируется к 2010 г. Запасы месторождения сопоставимы с Гусевогорским и также относятся к разряду труднообогатимых ванадийсодержащих.

### БЕДНЫЙ, НО РЕНТАБЕЛЬНЫЙ

Сегодня Качканарский ГОК является стабильно работающим предприятием. Несмотря на бедную руду Качканара, компания весьма рентабельна: в 2006 г. рентабельность по чистой прибыли составила 39% (на уровне 2005 г.), операционная маржа выросла до 55% с 51% в 2005 г. Для сравнения: Олкон в 2006 г. получил чистую маржу в 31%, Богословское рудоуправление – 13%, Коршуновский ГОК – 27%. Высокая рентабельность Качканарского ГОКа, в частности, обуславливается содержанием в руде Гусевогорского месторождения ванадия – ГОК реализует ванадиевый шлак наряду с железорудной продукцией.

Задолженность компании в настоящий момент незначительна и составляет 6% от собственного капитала и 4,5% от выручки. Однако в дальнейшем нельзя исключать привлечения займов для финансирования разработки нового Собственно-Качканарского месторождения.

В ближайшие годы нельзя исключать снижения рентабельности компании вследствие роста себестоимости добычи на истощающемся Гусевогорском месторождении и затрат на разработку Собственно-Качканарского. Впрочем, если ввод последнего будет осуществляться постепенно, а ресурсов Гусевогорского хватит ещё на несколько лет, то снижения прибыльности может и не произойти.

### ОЦЕНКА

Оценка по всем сравнительным коэффициентам свидетельствует о недооценённости акций Качканарского ГОКа. Наша итоговая оценка предполагает 178-процентный потенциал роста, и мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги компании. Наша целевая цена - \$6,67 за акцию.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Карельский Окатыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Коршунровский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,42	4,11	6,24	1,62		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,56	14,11	42,17	6,52		
Среднее по аналогам		3,89	9,63	10,00	3,59		
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916

Источник: Vlootberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

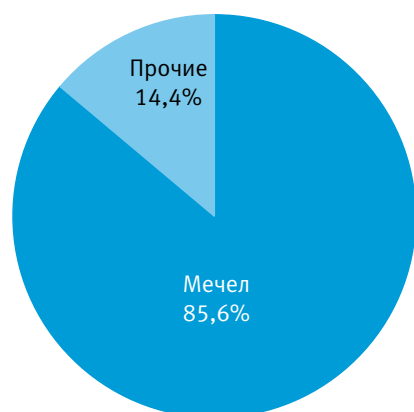
## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ АКЦИИ КОРШУНОВСКОГО ГОКА СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$2 772 ПОТЕНЦИАЛ РОСТА 296%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер на РТС	KOGK
Количество АО, тыс.	250,1
Free float, %	14%
Цена закрытия в РТС, \$	700
Справедливая цена, \$	2 772
МСар, \$ млн	175
EV, \$ млн	174
Производство ЖРС 2006, млн т	5,0

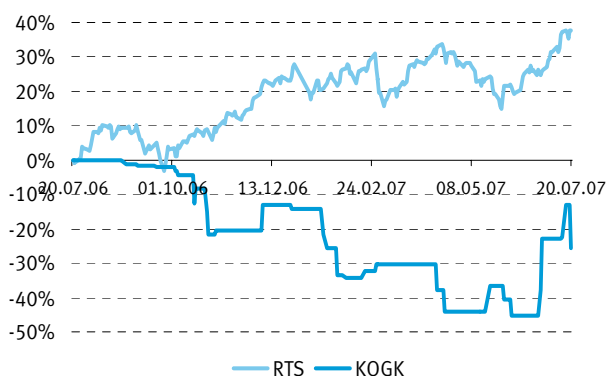
Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### СОСТАВ АКЦИОНЕРОВ



Источники: компания

### ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС И АКЦИЙ КОРШУНОВСКОГО ГОКА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 52 НЕДЕЛИ



Источники: РТС

## КОРШУНОВСКИЙ ГОК

### 3 ГОРЫ КОРШУНИХИ

3 рудные горы на Коршунихе в Иркутской области были открыты в 1931 г. Строительство ГОКа на месторождении началось в 1957 г., и первая руда была доставлена на обогатительную фабрику в конце 1964 г. В 1990-е гг. Коршунувский ГОК оказался на грани банкротства, в 1998 г. на комбинате было введено внешнее управление, которое продлилось до 2002 г. После этого ГОК оказался в эпицентра конфликта группы Мечел и государства. В 2003 г. довольно масштабное по меркам современной России противостояние с участием рабочих комбината после долгих споров разрешено, и ГОК отошёл Мечелу, став его основным железорудным активом.

### РУДНОГОРСКИЕ И КРАСНОЯРОВСКИЕ НАДЕЖДЫ

Сырьевой базой Коршунувского ГОКа являются 4 месторождения: Коршунувское, Рудногорское, Татьянинское и Красноярское. Наиболее крупными по запасам являются Коршунувское (общие запасы – 175 млн т) и Рудногорское (162 млн т). Татьянинское существенно уступает им по запасам, обладая 19 млн т. На Красноярском месторождении общие запасы оцениваются в 52 млн т. Добыча на месторождениях Коршунихи ведётся открытым способом.

Красноярское месторождение пока только готовится к добычным работам в 2009 г., в то время как Татьянинский карьер вскоре ожидает закрытие за истощением рудного тела. Запасы на Коршунувском карьере также имеют тенденцию к истощению. Вследствие этого основное внимание руководства ГОКа, помимо начала добычи на Красноярском месторождении, будет обращено на Рудногорский карьер и увеличение добычи на нём. Именно инвестиции в его развитие стали главной составляющей программы развития ГОКа в 2004-06 гг.

В последние годы компания стабильно наращивала выпуск продукции: с 3,5 млн т в 2003 г. до 5 млн т в 2006 г. Однако значение в 5 млн т стало потолочным, и в обозримом будущем Коршунувский ГОК планирует сохранить текущие объёмы производства концентрата на уровне 5 млн т в год. Компания изучает возможность модернизации обогатительной фабрики. Правда, речь здесь может идти об улучшении качественных характеристик производимой продукции, а не об увеличении объёмов её производства.

Доля концентрата, производимого на Коршунувском ГОКе, в общероссийском производстве ЖРС составляет около 5%. Основным потребителем продукции ГОКа до перехода его под контроль Мечела являлся ЗапСиб, сейчас таковым выступает Челябинский меткомбинат, также входящий в Мечел. С марта 2004 г. по март 2005 г. Мечел поставлял коршунувский концентрат в Китай в размере около 35% от общей выпущенной продукции, однако потом отказался от этой идеи. По версии компании, это было связано с ростом потребления концентрата Челябинским меткомбинатом.

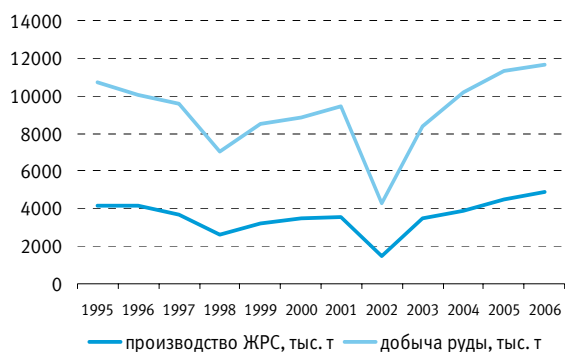
### СДЕРЖАННОЕ РАЗВИТИЕ

После кризиса 2002 г. и вхождения в группу Мечел Коршунувский ГОК стал демонстрировать стабильный рост выручки и добычи. Благоприятное влияние оказала и удачная конъюнктура на рынке ЖРС. Вместе с тем дальнейшее развитие комбината будет сдерживаться его мощностями по добыче, которая в ближайшие годы, в лучшем случае, сохранится на уровне 5 млн т.

Переломный момент 2002 г. больно ударил по прибыльности компании – в 2002-03 гг. чистая рентабельность составила отрицательную величину. Прорывной для рудокопов 2004 г. позволил Коршунувскому ГОКу получить такую чистую прибыль с рентабельностью в 17%, которая увеличилась до 28% в 2005 г. и 26,5% в 2006 г. Мы полагаем, что в

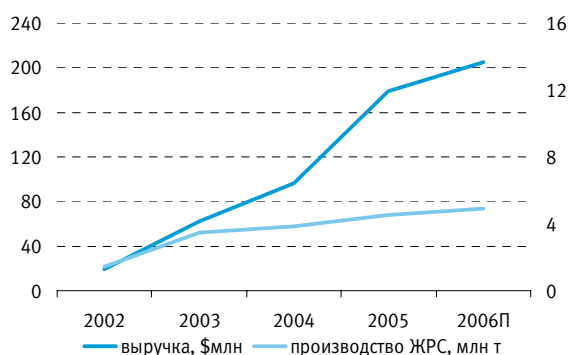


### ДОБЫЧА РУДЫ И ПРОИЗВОДСТВО КОНЦЕНТРАТА КОРШУНОВСКИМ ГОКОМ



Источники: Интерфакс, компания

### ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА (ПРАВАЯ ШКАЛА) И ВЫРУЧКИ КОРШУНОВСКОГО ГОКА



Источники: компания, Интерфакс, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

дальнейшем предприятию ничто уже не мешает стабильно работать в прибыль. Вместе с тем рентабельность, по нашему мнению, в дальнейшем будет демонстрировать тенденцию к падению в силу ухудшающихся условий добычи на порядком выработанных месторождениях Коршунихи.

С положительной точки зрения можно охарактеризовать уровень долговой нагрузки предприятия, которое ранее было обременено немалыми долгами. По состоянию на конец 2006 г. отношение долга к собственному капиталу составляло 26% по сравнению со 131% в начале года, а отношение долга к выручке – 14% в конце года по сравнению с 41% в конце 2005 г.

### ОЦЕНКА

Несмотря на недавний рост котировок, бумаги Коршуновского ГОКа нам кажутся значительно недооценёнными в сравнении с аналогами. В пользу данного факта говорит сравнение по всем четырём мультипликаторам. Мы полагаем, что акции Коршуновского ГОКа имеют 296-процентный потенциал роста и мы рекомендуем ПОКУПАТЬ их. Наша целевая цена по ним - \$2 772.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Карельский Окатыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,53	4,24	6,36	1,58		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,56	14,11	42,17	6,52		
Среднее по аналогам		3,94	9,68	10,06	3,57		
Коршуновский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ АКЦИИ БОГОСЛОВСКОГО РУДОУПРАВЛЕНИЯ СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$1 056 ПОТЕНЦИАЛ РОСТА 76%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер на РТС	brad
Количество АО, тыс.	74,0
Free float, %	9%
Цена закрытия в РТС, \$	600
Справедливая цена, \$	1 056
МСap, \$ млн	44
EV, \$ млн	44
Производство ЖРС 2006, млн т	1,3

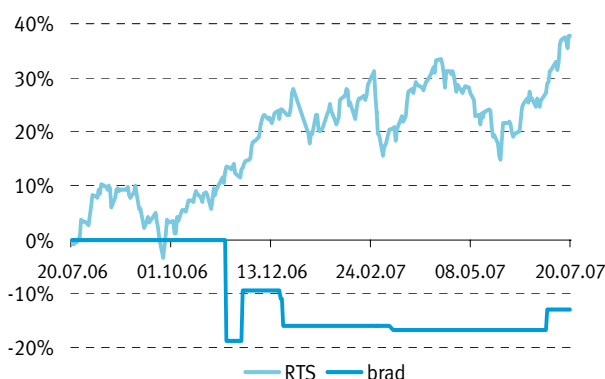
Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### СОСТАВ АКЦИОНЕРОВ



Источники: компания

### ДИНАМИКА РТС И АКЦИЙ БОГОСЛОВСКОГО РУ ЗА ПОСЛЕДНИЕ 52 НЕДЕЛИ



Источники: РТС

## БОГОСЛОВСКОЕ РУДОУПРАВЛЕНИЕ

### ДВА С ПОЛОВИНОЙ ВЕКА ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Месторождения Богословского района были открыты и стали разрабатываться в середине XVIII в. Развитие рудников прошло с тех пор ряд этапов, сегодня Богословское рудоуправление разрабатывает Северопесчанское месторождение. В 1999 г. УГМК приобрела контрольный пакет акций компании.

### ПЕРСПЕКТИВЫ НИЖЕЛЕЖАЩИХ ГОРИЗОНТОВ

Северопесчанское месторождение магнетитовых руд является комплексным и содержат, помимо железа, серу, медь, кобальт, а на отдельных участках золото, серебро и ряд других металлов. На базе Северопесчанского месторождения в 1967 г. была построена крупнейшая на Урале шахта Северопесчанская. Компания производит железорудный концентрат и строительный щебень. В 2004 г. она освоила также выпуск концентрата с повышенным содержанием железа – до 58%. Помимо шахты, в состав рудоуправления входят дробильно-обогатительная фабрика, энерго-, железнодорожный и автотранспортный цех.

Северопесчанская шахта была введена в эксплуатацию в 1970 г. первоначальной проектной мощностью 5 млн т руды в год. Площадь крупнейшей железорудной шахты составляет 140 тыс. кв. м, расположена на 3 участках – Новопесчанском, Северопесчанском и Южнопесчанском. Сегодня центральная часть рудного тела уже отработана и трудящиеся на шахте 1000 горняков работают на флангах: Новопесчанском месторождении и Верхней залежи. Настоящие мощности шахты составляют 2,6 млн т руды и 1,5 млн т концентрата в год. Дальнейшие перспективы месторождения связаны с внедрением экономически целесообразных технологий вскрытия запасов нижележащих горизонтов, разработкой участка Песчанского месторождения – Южной залежи и отработкой Блока 3-2. Так, уже в I половине 2007 г. планируется ввод в строй центральную часть рудного тела номер 1 Южной залежи с запасами руды 3,7 млн т. Вскрытие нижележащих горизонтов и подготовка к добыче там руды займут 7-8 лет. Освоение новых горизонтов позволит загрузить добычей рудоуправление до 2032 г.

Последние 3 года производство концентрата на рудоуправлении остаётся стабильным с некоторой тенденцией снижения объёмов. В 2006 г. компания планирует выпустить 1,3 млн т мелкой фракции. Добыча руды на Северопесчанской шахте также постепенно снижается вследствие истощения рудного тела.

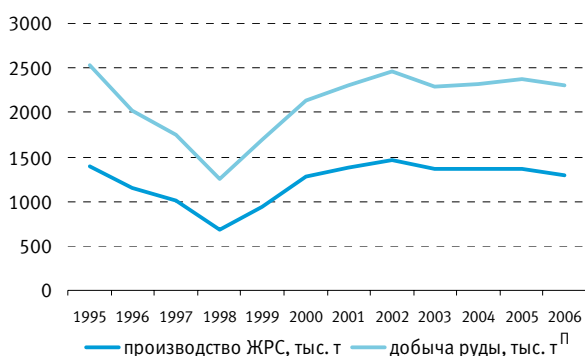
Строительство дробильно-обогатительной фабрики велось очередями. Первая была введена в эксплуатацию в 1969 г., вторая – в 1973 г. В советские времена был также разработан проект Северопесчанского ГОКа, однако власти денег на это не выделили и сейчас рудоуправление обладает лишь корпусом сухой магнитной сепарации, в то время как проект ГОКа предполагал строительство также фабрики мокрого обогащения, фабрику окатышей и сернокислотное производство. Планом на 2004-06 гг. была предусмотрена модернизация производства. В дальнейшем реконструкция фабрики должна привести к получению концентрата с содержанием железа 66,5%.

Основным потребителем богословского концентрата является Нижнетагильский меткомбинат, входящий в Евраз Групп. Вторым по значимости покупателем продукции рудоуправления является Метзавод им. Серова, принадлежащий УГМК.

### ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ

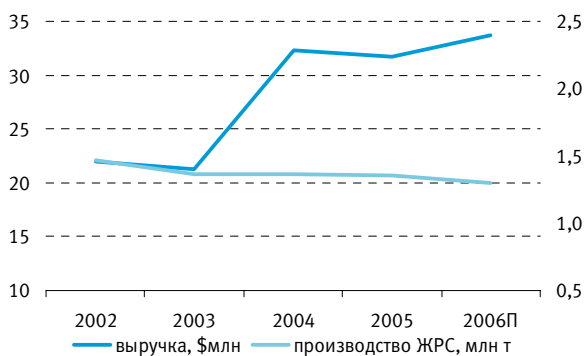
Благоприятная конъюнктура на рынке ЖРС позволяет Богословскому рудоуправлению последовательно наращивать выручку. Вместе с тем работу компании с финансовой точки зрения нельзя назвать устойчивой.

## ДОБЫЧА РУДЫ И ПРОИЗВОДСТВО КОНЦЕНТРАТА БОГОСЛОВСКИМ РУ



Источники: Интерфакс, компания

## ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА (ПРАВАЯ ШКАЛА) И ВЫРУЧКИ БОГОСЛОВСКОГО РУ



Источники: компания, Интерфакс, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

2002-03 гг. предприятие закончило с чистым убытком, показав чистую прибыль в 2004 г. с рентабельностью по ней 21%. Однако уже в 2005 г. последний показатель снизился до 8% при почти неизменной выручке и незначительно выросшей себестоимости. Чистая рентабельность рудоуправления по итогам 9 месяцев 2006 г. выросла до 13%. Мы прогнозируем сохранение значения показателя по итогам всего 2006 г.

Компания не расположена публиковать свою отчётность – с 2005 г. она фактически отсутствует в открытых источниках.

Мы не располагаем информацией об инвестиционной программе компании. Скорее всего, основная часть капвложений, помимо модернизации оборудования, будет направлена на разработку новых участков Песчанского месторождения. Планом по модернизации дробильного оборудования обновление дробильно-обогащительной фабрики предполагалось закончить к 2006 г.

К плюсам Богословского рудоуправления можно отнести низкую задолженность – по нашим оценкам, по итогам 2006 г. она составит всего 10,5% от выручки компании и 20% от собственного капитала.

## ОЦЕНКА

Лишь один коэффициент – P/E – говорит в пользу переоценки акций Богословского рудоуправления по отношению к аналогам. Остальные показатели очевидный потенциал роста. С нашей точки зрения, бумаги компании торгуются с 76-процентным дисконтом по отношению к конкурентам, вследствие чего мы рекомендуем ПОКУПАТЬ их с целевой ценой \$1 056.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Карельский Окатыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Коршунровский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,46	3,49	5,19	1,50		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,56	14,11	42,17	6,52		
Среднее по аналогам		3,91	9,38	9,48	3,53		
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

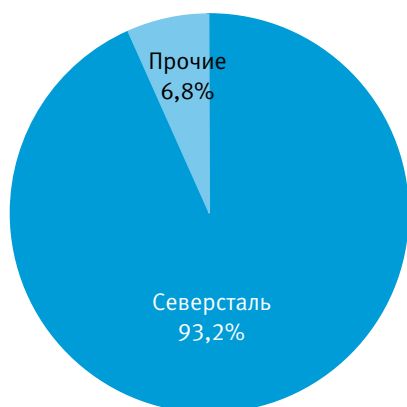
## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ АКЦИИ ОЛЕНЕГОРСКОГО ГОКА СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$1 749 ПОТЕНЦИАЛ РОСТА 257%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер на РТС	ogok
Количество АО, тыс.	553,8
Free float, %	7%
Цена закрытия в РТС, \$	490
Справедливая цена, \$	1 749
МСар, \$ млн	272
EV, \$ млн	248
Производство ЖРС 2006, млн т	4,5

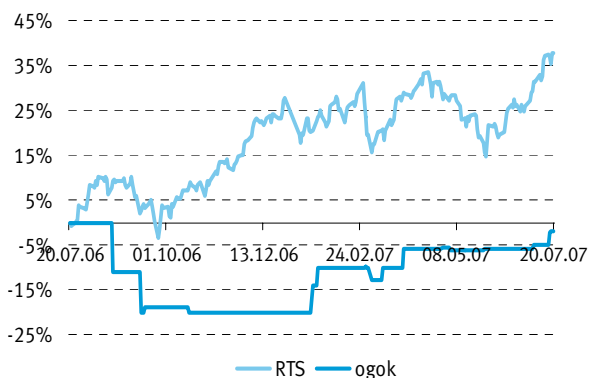
Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### СОСТАВ АКЦИОНЕРОВ



Источники: компания

### ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС И АКЦИЙ ОЛКОНА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 52 НЕДЕЛИ



Источники: РТС

## ОЛЕНЕГОРСКИЙ ГОК

### НОВИЧОК НА СЕВЕРО-ЗАПАДЕ

Оленегорский ГОК (Олкон), входящий в Северсталь-групп, расположен в Карелии на Кольском полуострове вблизи города Оленегорска. В 1930-е гг. власти СССР пришли к выводу о необходимости строительства крупного металлургического комбината на Северо-Западе страны. Вместе с тем разрабатываемые до того времени месторождения Заимандровского района Кольского полуострова были уже выработаны, что ставило задачу освоения новых залежей железной руды. Строительство ГОКа на новом – Оленегорском – месторождении началось в 1949 г. Первый концентрат был получен в 1954 г.

### ПОДЗЕМНОЕ БУДУЩЕ

Сырьевая база ГОКа представлена бедными магнетито-кварцитными рудами с содержанием железа 28% и 23% в магнетите. Плюс руд является низкое содержание в них примесей (серы и фосфора). Общие запасы руды по стандарту JORC оцениваются в 416 млн т. Начальная проектная мощность по добыче руды на Олконе составляла 12 млн т в год, однако к 2008 г. её предполагается увеличить до 16,5 млн т за счёт ввода в оборот подземных разработок. В настоящее время большая часть руды добывается открытым способом на 5 карьерах – Оленегорском, Кировогорском, Бауманском, имени XV годовщины Октября и Комсомольском. Однако в скором будущем все 5 месторождений будут переведены на подземную добычу, а карьеры закрыты за нерентабельностью к 2023 г. Пионером стал Оленегорский рудник, где извлечение руды подземным способом началось в октябре 2005 г. Суммарная производственная мощность 5 рудников составит, по текущим оценкам, 14 млн т руды или 4,7 млн т концентрата на выходе.

Добыча руды последние годы стабильно растёт: на 14,5% до 12 млн т в 2005 г. и на 10,5% до 13,3 млн т в 2006 г. С 2007 г. компания намерена увеличивать долю руды, добытой закрытым способом, и снижать – добытую на карьерах. На Оленегорском руднике в 2007 г. предполагается увеличить добычу руды в 2,5 раза до 1,5 млн т, а производство концентрата с рудника – до 490 тыс. с 190 тыс. в 2006 г.

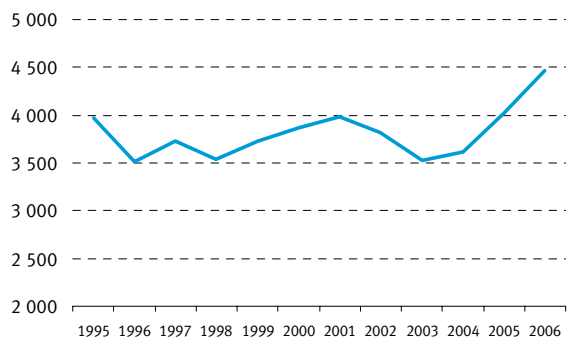
После освоения технологии глубокого обогащения бедных железистых кварцитов Олкон оказался способным выпускать концентрат с содержанием железа в 65,7%, что ставит продукцию ГОКа в разряд высококачественной. Кроме того, продукция Олкона отличается высокой крупностью. Максимальные мощности обогатительной фабрики составляют 5 млн т мелкой фракции, что соответствует 15 млн т руды на входе. Фабрика состоит из 2 линий дробления и 12 контуров обогащения. Сегодня фабрика производит 4 млн т мелкой фракции в год. Северсталь планирует довести данный объём до 4,6 млн т к 2008 г., осуществив минимальные капиталовложения.

Последние годы производство концентрата на Олконе стабильно растёт: на 11% в 2005 (4 млн т) и 2006 (4,5 млн т) гг. по отношению к предыдущему году. В 2007 г. компания планирует выпустить 4,6 млн т концентрата.

Потребителем концентрата Олкона является Череповецкий меткомбинат Северстали. Получаемую мелкую фракцию сталевары используют в качестве материала для агломерата.

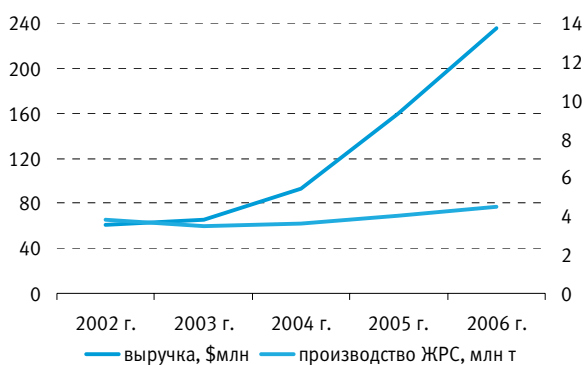
Помимо концентрата, оленегорское предприятие производит суперконцентрат, щебень и ферритовые стронциевые порошки. Олкон является самым крупным производителем щебня в Северо-Западном регионе. Сырьём для изготовления суперконцентрата служат руды с крупной вкрапленностью минералов. Суперконцентрат Олкона содержит 72% железа и может применяться в производстве постоянных магнитов, железных порошков, спецсталей, светографической техники и магнитопластов. Сегодня оленегорский суперконцентрат используется в качестве сырья для изготовления ферритовых стронциевых порошков.

### ПРОИЗВОДСТВО КОНЦЕНТРАТА ОЛКОНОМ, ТЫС. Т, 1995-2006



Источники: Интерфакс

### ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА (ПРАВАЯ ШКАЛА) И ВЫРУЧКИ ОЛКОНА



Источники: компания, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

### ФИНАНСОВО СТАБИЛЕН И РАСПОЛОЖЕН К РОСТУ

Финансовое состояние Олкона последние годы стабильное: компания рентабельна и работает в прибыль. Благодаря росту цен на ЖРС Оленегорский ГОК смог значительно улучшить своё финансовое положение. Мы полагаем, что в ближайшие годы положение Олкона вряд ли серьёзно ухудшится вследствие устойчивого развития сталелитейной отрасли в России и спросом на железорудное сырьё. В связи с вводом Оленегорского рудника компания сможет поддерживать существующие уровни добычи и наращивать их, поэтому органичных причин для падения выручки нет.

В 2006 г. Олкон улучшил все финансовые показатели: выручку почти наполовину – на 46% до \$244 млн, валовую прибыль – на 62% до \$115 млн, операционную – на 80% до \$104 млн, чистую – на 88% до \$77 млн. Рост выручки и прибыли продолжился и в I квартале 2007 г. На наш взгляд, у Оленегорского ГОКа есть все шансы улучшить прошлогодние показатели.

На 2007 г. инвестиции в развитие Оленегорского ГОКа оцениваются в 1,9 млрд руб. Основная их часть будет направлена на модернизацию основных средств. 16% капложений пойдёт на строительство рудников – Оленегорского и на базе месторождения XV-летия Октября. 30% запланированных на 2007 г. инвестиций предполагается вложить в модернизацию дробильно-обогадательной фабрики.

### ОЦЕНКА

Сравнение с компаниями-аналогами показывает существенную недооценку бумаг Олкона по всем четырём коэффициентам. В последнее время компания демонстрирует впечатляющий рост финансовых показателей. С нашей точки зрения, акции Оленегорского ГОКа имеют 257-процентный потенциал роста и мы рекомендуем ПОКУПАТЬ их с целевой ценой \$1 749.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Карельский Окатыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Коршуновский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,51	4,20	6,31	1,67		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,56	14,11	42,17	6,52		
Среднее по аналогам		3,93	9,66	10,04	3,61		
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»



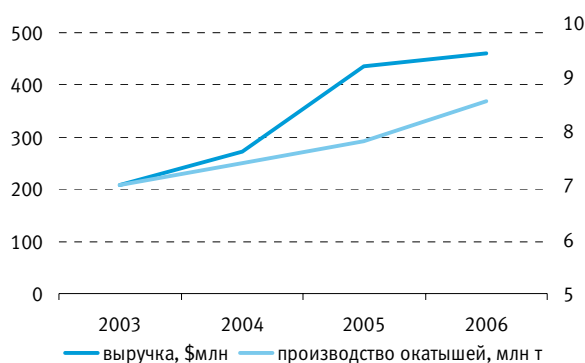
## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПРОДАВАТЬ АКЦИИ ПОЛТАВСКОГО ГОКА СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$8,93 ПОТЕНЦИАЛ ПАДЕНИЯ 47%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер в ПФТС	PGOK
Количество АО, тыс.	65 910,0
Free float, %	33%
Цена закрытия в ПФТС, \$	16,85
Справедливая цена, \$	8,93
МСар, \$ млн	1 944
EV, \$ млн	2 091
Производство ЖРС 2006, млн т	8,2

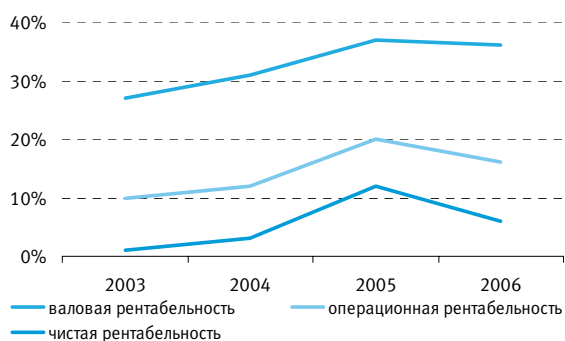
Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА (ПРАВАЯ ШКАЛА) И ВЫРУЧКИ ПОЛТАВСКОГО ГОКА



Источники: компания, Bloomberg

### ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПОЛТАВСКОГО ГОКА, 2003-06



Источники: компания, Bloomberg, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## ПОЛТАВСКИЙ ГОК (УКРАИНА)

### ИСТОРИЯ

Полтавский ГОК расположен в 30 км от города Кременчуг на берегу Днепра. Горные работы на месторождениях ГОКа стартовали в 1960-х гг., а первый концентрат был получен в 1970 г., окатыши – в 1977 г.

Полтавский комбинат принадлежит швейцарской Ferrexpo, 100% которой владеет украинский бизнесмен и политический деятель Константин Жеваго. Первый пакет им был приобретен в 1996 г.

### ЭКСПОРТ – ДРАЙВЕР РОСТА

Ресурсную базу компании составляют 9 месторождений магнетитовой руды, из которых сегодня разрабатываются два – Плавнинское и Лавриковское. В 2010 г. планируется начать работу на Еристовском месторождении. Руда на комбинат поставляется также с «дочки» - шахты Новая. Среднее содержание железа в руде Полтавского ГОКа составляет 30%. Конечным продуктом ГОК являются окатыши с содержанием железа 62% и 65%.

В 2006 г. Ferrexpo приступила к реализации Программы совершенствованию бизнеса, которая, в частности, подразумевает рост производства окатышей до 12 млн т к 2010 г. Проблема ГОКа состоит в том, что собственное сырьё – руда и концентрат – не покрывает производственных мощностей, которые составляют 12 млн т окатышей в год. В 2005 г. комбинат произвёл лишь 7,8 млн т окатышей, в 2006 г. – 8,2 млн т. Рост ограничен добывающим сегментом: в 2005 г. было произведено лишь 7,6 млн т концентрата, а 0,7 млн т было закуплено на стороне на российских и украинских ГОКах. Вследствие этого вопрос о расширении рудной базы ставится руководством компании сейчас во главу угла. Решением проблемы призвано стать Еристовское месторождение, где добыча руды начнётся в 2010 г. при ежегодном уровне 15-20 млн т.

Полтавский ГОК ориентирован почти исключительно на внешние рынки: более 90% продукции уходит за рубеж. Основным рынком сбыта выступает Центральная и Восточная Европа: Австрия, Чехия, Словакия, Сербия, Румыния, Болгария. Часть полтавской продукции находит потребителя даже в Западной Европе: Германии, Великобритании и Италии. Компания последнее время активно развивает азиатское направление: Турция, Ближний Восток, а также Китай и Япония. Доля Азии в выручке Полтавского ГОКа выросла с 1% в 2004 г. до 10% по итогам 2006 г.

### УКРАИНСКИЙ ДЕСАНТ НА ТУМАННОМ АЛЬБИОНЕ

Прошедший год оказался менее прибыльным для Полтавского ГОКа, нежели 2005 г. Несмотря на увеличение выручки и валовой прибыли, показатели рентабельности, а также операционной и чистой прибыли снизились по сравнению с 2005 г. При этом чистая прибыль и рентабельность по ней снизились наполовину. Несмотря на то что последние годы Полтавский ГОК не получает убытки, показатели его прибыльности в сравнении с российскими и даже некоторыми украинскими аналогами довольно низкие. Так, в 2006 г. операционная рентабельность составила 16%, чистая – 6%. Аналогичные показатели российских ГОКов намного выше, чистая же рентабельность украинского Северного ГОКа в 2006 г. составила 19%.

Задолженность компании находится на приемлемом уровне: отношение долга к капиталу составляет 64%, к выручке – 41%.

В середине июня текущего года Ferrexpo провела IPO на Лондонской фондовой бирже, став первой украинской компанией, получившей листинг в столице Великобритании. Компания продала 12% общего количества своих акций. Исходя из цены размещения стоимость компании составила \$1,67 млрд.

## ОЦЕНКА

Все коэффициенты Полтавского ГОКа говорят о том, что компания существенно переоценена по сравнению с аналогами. В нашей оценке мы исключили сравнение по мультипликатору P/E, поскольку у Полтавского ГОКа он чересчур высокий. Наша оценка показывает, что компания на 47% переоценена и мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ акции Полтавского ГОКа.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Карельский Окамыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Коршунровский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,44	3,92	5,91	1,64		
<i>Украинские аналоги</i>							
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,08	8,10	14,90			
Среднее по аналогам		3,69	8,07	9,54	3,22		
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

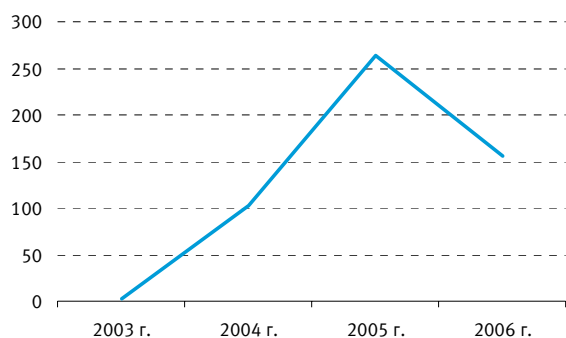
## МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПРОДАВАТЬ АКЦИИ СЕВЕРНОГО ГОКА СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$1,0 ПОТЕНЦИАЛ ПАДЕНИЯ 6%

### ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Тикер в ПФТС	SGOK
Количество АО, тыс.	971 475,8
Free float, %	2%
Цена закрытия в ПФТС, \$	1,1
Справедливая цена, \$	1,0
МСар, \$ млн	2 324
EV, \$ млн	2 319
Производство ЖРС 2006, млн т	7,6

Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

### ДИНАМИКА ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ СЕВЕРНОГО ГОКА, 2003-06



Источники: компания

## СЕВЕРНЫЙ ГОК (УКРАИНА)

### ИСТОРИЯ

Решение о строительстве Северного ГОКа было принято в 1960 г., в 1962 г. здесь была добыта первая руда, а через год был получен первый концентрат. Производство окатышей было освоено в I половине 1970-х гг. После этого мощности предприятия достигли добычи 48,5 млн т в год, производства 20,5 млн т концентрата и 16,3 млн т окатышей.

В 2006 г. СевГОК вошёл в Группу Метинвест, принадлежащую System Capital Management Рината Ахметова.

### САМЫЙ ДИНАМИЧНЫЙ

Добычу руды СевГОК ведёт на двух карьерах – Первомайском и Анновском. Согласно оценкам, настоящих запасов Первомайского и Анновского должно хватить на 60 лет при настоящих мощностях по добыче 27 млн т руды в год. Обоганительная фабрика имеет мощности по выпуску 12 млн т концентрата в год. 3 окомковательные фабрики способны производить 10 млн т окатышей в год.

Последние годы СевГОК является лидером по динамике роста объёмов производства ЖРС со среднегодовым ростом производством окатышей 20%, концентрата – 17%. В 2006 г. производство концентрата на ГОКе выросло на 12% до 12 млн т, окатышей – на 34% до 10 млн т.

Потребителями продукции СевГОКа являются меткомбинаты как Украины, так и Восточной Европы и Азии. Окатыши и концентрат предприятия на Украине закупают Азовсталь, Енакиевский меткомбинат, Криворожсталь, Макеевский меткомбинат, ДМК им. Дзержинского, Алчевский меткомбинат, Донецксталь-МЗ, Запорожсталь, ММК им. Ильича, ДМЗ им. Петровского. Основными покупателями продукции СевГОКа за рубежом выступают комбинаты Центрально-Восточной Европы – Чехии, Болгарии, Сербии, Румынии и Польши. Среди азиатских клиентов компании значатся Турция и Китай.

### ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ

В отличие от Южного, Северный ГОК является стабильно прибыльным предприятием. Правда, в 2006 г. финансовые результаты компании снизились по сравнению с 2005 г. в связи с ухудшением конъюнктуры на рынке ЖРС в I половине минувшего года. Так, выручка уменьшилась на 17% до \$810 млн, чистая прибыль – на 42% до \$156 млн. Рентабельность по чистой прибыли, таким образом, упала с 27% в 2005 г. до 19% в 2006 г.

### ОЦЕНКА

Согласно нашей оценке, Северный ГОК недооценён по коэффициенту EV/S, однако имеет потенциал падения по EV/EBITDA и P/E. С нашей точки зрения, компания переоценена по сравнению с аналогами на 6% и мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ акции Северного ГОКа.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Карельский Окатыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Коршуновский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,44	3,92	5,91	1,64		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070
Среднее по украинским аналогам		3,90	16,02	69,43	6,52		
Среднее по аналогам		3,80	9,12	9,09			
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

**МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ  
АКЦИИ ЮЖНОГО ГОКА  
СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА \$0,71  
ПОТЕНЦИАЛ РОСТА 41%**

**ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**

Тикер в ПФТС	PGZK
Количество АО, тыс.	2 143 659,2
Free float, %	6,4%
Цена закрытия в ПФТС, \$	0,50
Справедливая цена, \$	0,71
МСар, \$ млн	1 070
EV, \$ млн	1 157
Производство ЖРС 2006, млн т	8,7

Источники: РТС, компания, расчеты ФК «Открытие»

**ЮЖНЫЙ ГОК (УКРАИНА)**

**СОВЕТСКИЙ ФЛАГМАН**

Южный ГОК расположен вблизи города Кривой Рог Днепропетровской области. Комбинат был построен в I половине 1950-х гг. с первоначальной проектной мощностью в 9 млн т руды, 4,5 концентрата и 2,6 млн т агломерата. Будучи одним из самых крупных ГОКов СССР, комбинат являлся и своего рода лабораторией по испытанию и вводу в производство новых методов добычи. В 1990-е гг. ЮГОК, как и большинство предприятий Украины, поразил экономический и финансовый кризис: к середине 1990-х гг. добыча на комбинате упала на 70% по сравнению с 1990 г. Экономический подъём на Украине при сохранении кадрового состава на комбинате позволил нарастить выпуск продукции: в 2004 г. производство агломерата и концентрата выросло более чем наполовину.

**ПРИВАТ-СМАРТОВСКИЙ ПОДЪЁМ**

Сегодня Южный ГОК принадлежит на паритетных началах группе Приват Игоря Коломойского и Смарт-групп Вадима Новинского. Комбинат выпускает как концентрат, так и агломерат, причём компания является единственным ГОКом на Украине, которая производит агломерат. В результате реконструкции и техперевооружения комбинат к 1980 г. достиг производственной мощности по выпуску 35,5 млн т сырой руды, 17,2 млн т концентрата и 8,3 млн т агломерата. По итогам 2006 г. ЮГОК произвёл 8,7 млн т концентрата – на 7% больше, чем в 2005 г., и 4,7 млн т агломерата – на 13,5% больше, чем в предыдущем году.

Основным рынком сбыта продукции Южного ГОКа является внутренний. Главными потребителями являются Днепропетровский метзавод им. Петровского, Днепропетровский меткомбинат им. Дзержинского, Макеевский метзавод, а также Донецкий метзавод.

**ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ**

2006 г. год оказался для Южного ГОКа удачнее 2005 г. В позапрошлом году компания получила \$202 млн выручки, однако оказалась нерентабельной: операционный убыток составил \$57 млн, чистый убыток - \$52 млн. В 2006 г. предприятие получило небольшую прибыль - \$1,1 млн. Акционеры компании решили направить данные средства на пополнение оборотного капитала, не выплачивая дивиденды.

Южный ГОК, судя по всему, сумел преодолеть кризис и в дальнейшем сможет работать в прибыль.

**ОЦЕНКА**

Ввиду минимальной чистой прибыли за 2006 г. и отсутствия данных о капитале компании мы проводили оценку Южного ГОКа только по коэффициентам EV/S и EV/EBITDA. Дав дисконт к оценке в размере 30% вследствие минимальной чистой прибыли в 2006 г. мы оценили справедливую стоимость акции Южного ГОКа в \$0,71, что предполагает потенциал роста бумаг на 41%. В текущем году финансовый результат компании, скорее всего, окажется лучше, чем в 2006 г., поэтому рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Южного ГОКа.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ЖРС

Компания	Страна	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	Sales, \$млн	MCap, \$млн
<i>Зарубежные аналоги</i>							
CVRD	Бразилия	5,01	10,55	13,84	4,41	24 366	100 000
Portman	Австралия	3,74	9,63	16,30	5,37	423	1 646
Cleveland Cliffs	США	1,46	6,24	12,47	4,49	1 933	3 492
Kumba Iron Ore	ЮАР	26,70	71,75	207,74	52,09	311	7 865
Mount Gibson Iron	Австралия	16,00	32,41	49,49	6,01	64	1 018
Sesa Goa	Индия	2,48	5,26	12,90	6,92	456	1 823
Labrador Iron Ore	Канада	10,47	13,33	12,20	3,18	80	1 105
Среднее по зарубежным аналогам		9,41	12,90	19,53	4,99		
<i>Российские аналоги</i>							
Стойленский ГОК	Россия	1,59	2,54	3,38	1,06	583	934
Карельский Окатыш	Россия	2,03	3,50	7,81	1,77	621	1 085
Качканарский ГОК	Россия	1,54	2,73	3,96	1,73	593	916
Коршунровский ГОК	Россия	0,85	2,00	3,22	1,98	205	175
Богословское РУ	Россия	1,30	6,47	10,23	2,45	34	44
Оленегорский ГОК	Россия	1,01	2,23	3,53	1,47	244	271
Ковдорский ГОК	Россия	1,72	7,94	9,25	1,01	272	407
Среднее по российским аналогам		1,44	3,92	5,91	1,64		
<i>Украинские аналоги</i>							
Полтавский ГОК	Украина	4,54	26,14	69,43	6,52	461	1 944
Северный ГОК	Украина	2,90	10,30	14,90	-	810	2 324
Среднее по украинским аналогам		3,72	18,22	42,17	6,52		
Среднее по аналогам		5,21	9,42	12,39			
Южный ГОК	Украина	3,25	5,90	973,00	-	356	1 070

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчёты ФК «ОТКРЫТИЕ»

## Контакты

Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ» 129010 Москва, Протопоповский переулок, д. 19 стр. 10

Телефон: (495) 232-99-66 Факс: (495) 956-47-00

www.open.ru

info@open.ru

Bloomberg: OTKR GO

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ ТЕЛЕФОН (495) 232-99-66

<b>Халиль Шехмаметьев</b> начальник управления	доб. 1573 sha@open.ru	<b>Валерий Пивень</b> начальник отдела рыночной аналитики, экономика, международные рынки, банковский сектор	доб. 1575 valerypiven@open.ru
<b>Наталья Мильчакова</b> начальник отдела фундаментального анализа, нефть и газ, ритейл	доб. 1569 n.milchakova@open.ru	<b>Ксения Елисеева</b> электроэнергетика	доб. 1570 Ksenia.Eliseeva@open.ru
<b>Кирилл Тищенко</b> телекоммуникации, анализ рынка акций	доб. 1572 tkv@open.ru	<b>Наталья Шумкова</b> анализ рынка облигаций	доб. 1702 shumkova@open.ru
<b>Сергей Кривохижин</b> металлургия	доб. 1574 ksy@open.ru	<b>Гельды Союнов</b> анализ рынка акций	доб. 1618 sojunov@open.ru
<b>Кирилл Таченников</b> авиатранспорт, химия, машиностроение	доб. 1586 k.tachennikov@open.ru	<b>Светлана Анохина</b> редактор	
<b>Ирина Яроцкая</b> потребительский рынок	доб. 1513 yarotskaya@open.ru	<b>Сергей Рожков</b> переводчик	

## ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ ТЕЛЕФОН (495) 232-99-66

Екатерина Жиленко katya@open.ru

Анна Горячева

Юлия Обухова

## ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫМИ КЛИЕНТАМИ ТЕЛЕФОН (495) 229-54-13

Александр Докучаев sales@open.ru

Константин Филимошин

## ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА

<b>Ижевск</b>	(3412) 901-201	izh@open.ru	<b>Санкт-Петербург</b>	(812) 329-57-00	spb@open.ru
<b>Казань</b>	(843) 570-70-90	kazan@open.ru	<b>Тверь</b>	(4822) 49-53-99	tver@open.ru
<b>Красноярск</b>	(3912) 746-000	krsk@open.ru	<b>Челябинск</b>	(351) 268-05-50	chel@open.ru
<b>Самара</b>	(846) 276-44-33	samara@open.ru	<b>Ростов-на-Дону</b>	(863) 264-90-13	rostov@open.ru
<b>Воронеж</b>	(4732) 39-50-92	voronezh@open.ru			

«Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ» © 2007.

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены. «Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Компания»).

#### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Критерии присвоения аналитиками инвестиционных рейтингов по акциям

Инвестиционный рейтинг	Критерии присвоения
ПОКУПАТЬ	Потенциал роста акции до справедливой цены не ниже 15%
ДЕРЖАТЬ	Потенциал роста акции до справедливой цены от 0% до 15%
ПРОДАВАТЬ	Отрицательный потенциал роста акции