



РЫНОК АКЦИЙ «ВТОРОГО ЭШЕЛОНА»

крупным планом: отрасль

**ЖЕЛЕЗОРУДНЫЕ ГОКИ:
АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ СЫРЬЕВОЙ СЕГМЕНТ**



СОДЕРЖАНИЕ

Основные выводы.....	3
Мировой рынок железорудного сырья	5
Цены на железорудное сырье продолжили свой рост и в 2007 г.	5
В 2008–09 г. мы прогнозируем дальнейший рост цен на ЖРС на 7–10%	7
Пик ввода новых мощностей придется на 2010 г.	11
Российский рынок железорудного сырья.....	12
Оценка компаний	15
КОРШУНОВСКИЙ ГОК	17
ОЛЕНЕГОРСКИЙ ГОК.....	18
БОГОСЛОВСКОЕ РУДОУПРАВЛЕНИЕ.....	20
СТОЙЛЕНСКИЙ ГОК	22
ВЫСОКОГОРСКИЙ ГОК.....	24
КАЧКАНАРСКИЙ ГОК – ВАНАДИЙ	25
КАРЕЛЬСКИЙ ОКАТЫШ	27
КОВДОРСКИЙ ГОК.....	29
ЛЕБЕДИНСКИЙ ГОК	31
МИХАЙЛОВСКИЙ ГОК.....	36

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

- Динамика цен на рынке ЖРС является относительно предсказуемой по сравнению с другими сырьевыми рынками. Это связано с тем, что на мировом рынке ЖРС фактически сложилась олигополярная структура из трех крупнейших производителей сырья — CVRD (Бразилия), Rio Tinto (Великобритания) и BHP Billiton (Австралия).
 - Цены на рынке ЖРС определяются на основе договоренностей между крупнейшими горнорудными и сталелитейными компаниями в мире.
 - В ближайшие три года мы прогнозируем сохранение роста цен на рынке ЖРС на 7–10% в год. Основным фактором повышения является спрос со стороны Китая, а также ожидаемое снижение экспорта железной руды из Индии и восстановление сталелитейной промышленности в Японии.
 - В 2010–2011 гг. мы ожидаем снижения цен на рынке ЖРС на 10–15% в связи с вводом новых мощностей по добыче сырья, который превысит на 17% прирост спроса.
 - Россия занимает одно из ведущих мест по запасам железной руды в мире (16% от общемирового объема разведанных запасов) и входит в пятерку лидеров по добыче. Однако высокие транспортные издержки приводят к относительно низкому уровню экспорта сырья, что делает российский рынок несколько изолированным.
 - Российский рынок ЖРС характеризуется высокой монополизацией. На три ГОКа (Лебединский, Михайловский, Стойленский) приходится около 50% производства ЖРС. В связи с этим, на определение цен на внутреннем рынке сильно влияет позиция холдинга «Металлоинвест», который объединяет первые два ГОКа.
 - Акции российских ГОКов являются одними из наиболее недооцененных среди сырьевых компаний. По коэффициенту EV/добыча зарубежные аналоги оцениваются в среднем по \$182/т., тогда как российские — около \$64/т. Последние сделки по слиянию и поглощению в российской отрасли проходили по цене \$175/т. По коэффициенту EV/EBITDA зарубежные аналоги оцениваются в 7,9, тогда как российские — в 3,9.
 - Существенный риск для миноритарных акционеров российских ГОКов представляет принудительный выкуп со стороны лица, владеющего 95% акций, в соответствии с поправкой в ФЗ «Об акционерных обществах» от 1 июля 2006 г. Подобная ситуация вероятна с акциями большинства отечественных ГОКов.
 - На основе сравнения с ведущими западными железорудными компаниями с учетом дисконтов в 25% по коэффициентам EV/EBITDA и EV/добыча, что придает нашей оценке оправданный консерватизм, мы рекомендуем покупать обыкновенные акции Коршуновского, Оленегорского, Стойленского, Качканарского ГОКов, Карельского окатыша и Богословского рудоуправления, а также держать обыкновенные акции Высокогорского, Лебединского, Ковдорского ГОКов и обыкновенные и привилегированные акции Михайловского ГОКа.
- Ниже приведена таблица с целевыми ценами по акциям оцениваемых компаний с указанием нашей рекомендации.

ЦЕЛЕВЫЕ ЦЕНЫ ПО АКЦИЯМ РОССИЙСКИХ ГОКОВ				
Компания	Тикер	Целевая цена	Потенциал	Рекомендация
Коршуновский ГОК	KOGK	1 983	245%	Покупать
Оленегорский ГОК	OGOK	1 166	146%	Покупать
Богословское РУ	BRAD	1 190	105%	Покупать
Стойленский ГОК	SGOK	672	92%	Покупать
Качканарский ГОК	KGOK	3,9	72%	Покупать
Карельский окатыш	KARO	1 300	33%	Покупать
Высокогорский ГОК	VGOK	0,40	92%	Держать
Ковдорский ГОК	KVDG	9,0	49%	Держать
Лебединский ГОК	LGOK	165	3%	Держать
Михайловский ГОК	MGOK	345	-9%	Держать
Михайловский ГОК	MGOKP	259	-11%	Держать

МИРОВОЙ РЫНОК ЖЕЛЕЗОРУДНОГО СЫРЬЯ

Цены на железорудное сырье продолжили свой рост и в 2007 г.

В конце декабря прошлого года китайская сталелитейная компания Baosteel Group и бразильский горнорудный холдинг Cia. Vale do Rio Doce (CVRD) объявили о достижении договоренностей, определяющих уровень базовых цен на железорудное сырье на 2007 год. В соответствии с подписанным соглашением, цены на руду с 1 апреля 2007 года повысятся на 9,5% и составят 73,2 цента на процент содержания Fe в тонне материала, на условиях FOB Ponta da Madeira.

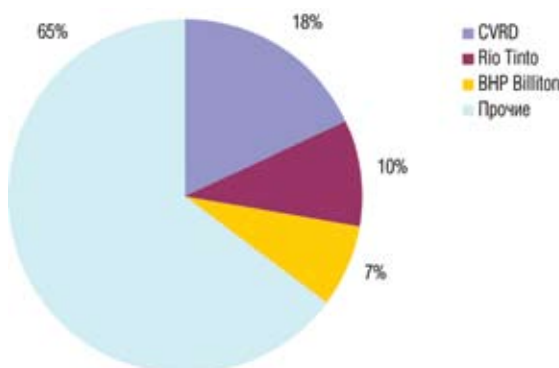
Основная интрига заключалась в стремительности подписания соглашений. Впервые за последнее десятилетие договоренность была достигнута менее чем через месяц с момента начала переговоров. Еще один интересный нюанс заключался в том, что впервые изначальная фиксация цен произошла между китайской компанией и CVRD; в предыдущие годы для рынка определяющими являлись договоренности между японскими и европейскими корпорациями и BHP Billiton и Rio Tinto.

В последние годы у металлургов по окончании финансового года возникает сезонная головная боль, связанная с началом переговоров по ценам на железорудное сырье (ЖРС). Повышенное внимание металлурги начали проявлять к данному вопросу после резкого роста цен на руду в 2005 году.

Несмотря на активный процесс консолидации металлургической отрасли, наблюдаемый в последние годы, мировая сталелитейная промышленность все еще характеризуется низкой степенью концентрации: по итогам 2006 года на долю пяти ведущих компаний пришлось всего лишь 18% мирового производства стали, на долю десяти — 26%.

В то же время рынок железорудного сырья характеризуется значительно большей степенью монополизации. Несмотря на то, что тройка ведущих игроков — CVRD, BHP Billiton и Rio Tinto контролирует только 35% мировой добычи ЖРС, на них в совокупности приходится порядка 70% морских экспортных поставок сырья. После активной стадии консолидации последних лет (приобретение CVRD контроля над Caemi, Ferteco, покупки Rio Tinto North Limited, пр. сделок) на рынке железорудного сырья сложилась фактическая олигополия трех ведущих компаний.

доля компаний «Большой тройки» в совокупной добыче в 2005 году



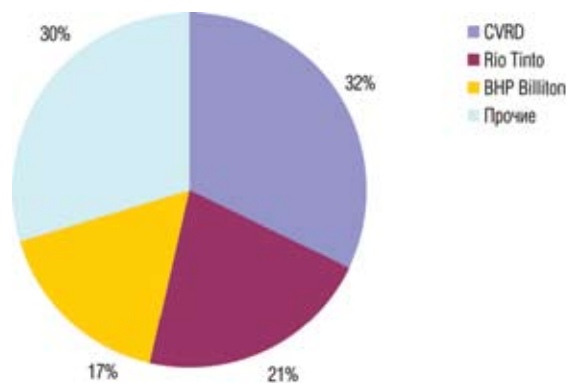
Источник: данные компаний, IISI, ABARE.

В 2007 году ожидается рост цен на ЖРС на 9,5%.

Динамика мировых цен на ЖРС определяется на основе договоренностей между крупнейшими горнорудными и сталелитейными компаниями в мире.

Рынок ЖРС характеризуется высокой концентрацией. Фактически на рынке сложилась олигополия из трех компаний — CVRD, Rio Tinto и BHP Billiton.

ДОЛЯ КОМПАНИЙ «БОЛЬШОЙ ТРОЙКИ» В ОБЪЕМЕ ЭКСПОРТНЫХ ПОСТАВОК В 2005 ГОДУ



Источник: данные компаний, IISI, ABARE.

Большая «тройка» практически диктует уровень мировых цен на ЖРС.

После роста цен на сырье в 2005 году на 71,5% сталелитейные компании предприняли попытку консолидации в переговорном процессе. Так крупнейший импортер ЖРС — Китай делегировал право ведения переговоров Baosteel Group. Основной задачей на 2006 год китайцы ставили вопрос сдерживания роста цен в рамках десяти процентов. В итоге в середине мая прошлого года германская компания Thyssen Krupp, отчаявшись дождаться положительного результата, одобрила предложение бразильской CVRD о 19%-ном повышении цен на железную руду. Вслед за этим контракты на таких же условиях подписали и остальные сталелитейные корпорации.

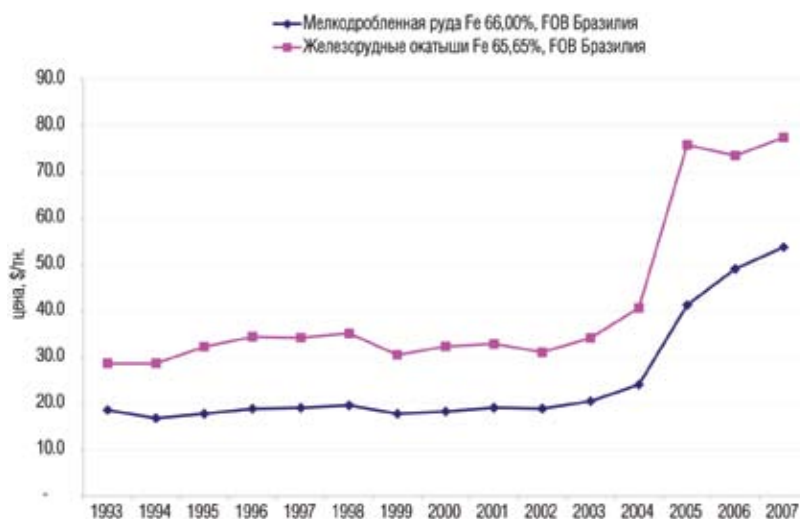
После оглашения результатов переговоров между Baosteel и CVRD о повышении цен на 9,5% в 2007 контрактном году аналогичные соглашения были подписаны между японскими, европейскими и корейскими корпорациями с одной стороны и CVRD, BHP Billiton и Rio Tinto с другой. Также CVRD подписала договор на повышение цен с итальянской Ilva S.p.A.: цены на окатыши будут увеличены на 5,3%, цены на рудную мелочь вырастут на 9,5%.

Рост цен, зафиксированный в результате переговоров крупнейших горнорудных холдингов, спровоцировал логичное повышение спотовых цен — в начале года цены с условиями поставки CIF на индийский железорудный концентрат с содержанием Fe 63,5% подорожали на 12–15% до \$74–75 за тонну.

В настоящее время на мировом рынке цены на текущий год сформировались. Все крупнейшие сталелитейные компании подписали контракты на поставку ЖРС, согласно которым повышение цены на железорудные окатыши составит 5,3% и на железорудную мелочь будут увеличены на 9,5%.

Цены на ЖРС на 2007 год сформировались. Рост составит от 5,3% до 9,5%.

ЦЕНЫ НА ЖРС

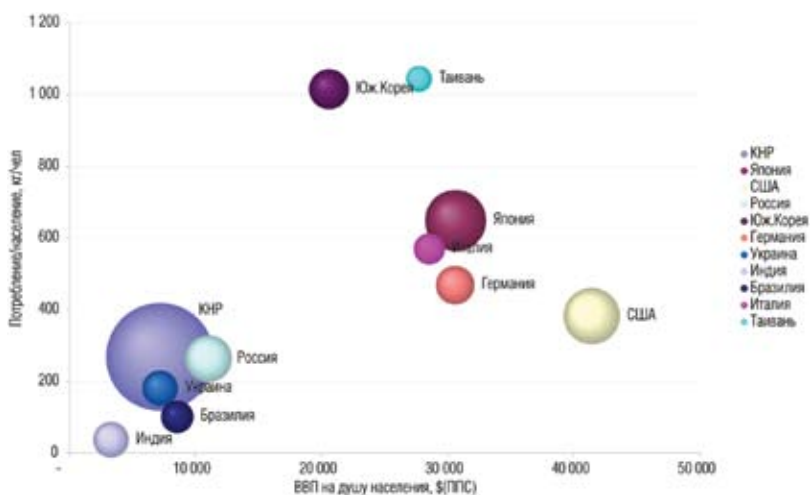


Источник: CVRD.

В 2008-09 году мы прогнозируем дальнейший рост цен на ЖРС на 7-10%.

Стремительное развитие китайской экономики является одним из ключевых ценообразующих факторов на рынке железорудного сырья. За последние десять лет объемы выплавки стали в Китае увеличились более чем в четыре раза и, согласно предварительным прогнозам, в 2006 году перешагнули отметку 420 млн. тонн, что эквивалентно росту на 18%. Несмотря на то, что Китай уже не первый год занимает ведущее место по объемам выплавки стали как в абсолютном, так и в относительном выражении (34% мирового производства), с точки зрения потребления стальной продукции на душу населения страна значительно отстает как от экономик региона (Южная Корея, Тайвань), так и от развитых стран (Япония, Германия).

ОБЪЕМ ПОТРЕБЛЕНИЯ СТАЛИ НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ



Источник: IISI, IMF.

Стремительное повышение объемов выплавки стали в Китае в течение последних лет стало основным ценообразующим фактором на рынке ЖРС.

Несмотря на свое лидерство в объеме выплавки стали в мире, Китай пока существенно отстает от развитых стран по потреблению стальной продукции на душу населения, что делает вероятным дальнейший рост.

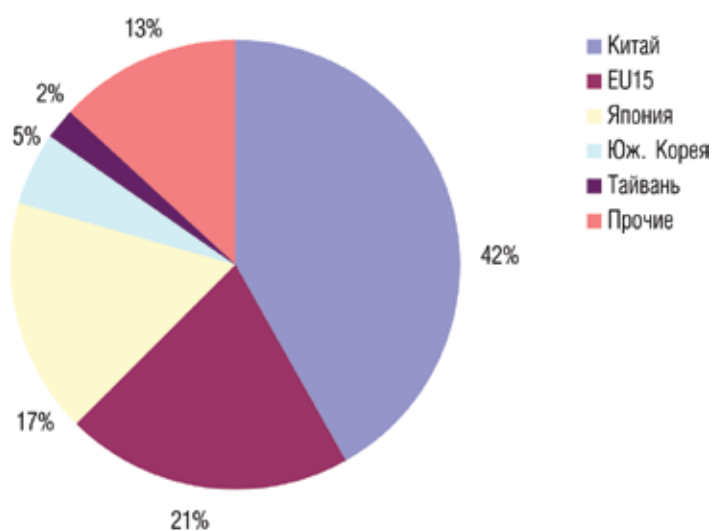
Китай — основной игрок в мировой торговле ЖРС, от которого во многом зависит рост импорта сырья в мире.

По нашим оценкам, в ближайшие годы темпы роста импорта ЖРС со стороны Китая снизятся с 20% в 2006 году до 13% в 2007–2010 гг., при этом объем импорта вырастет на 58%.

Важным является тот факт, что на долю Китая приходится более 40% мировой торговли ЖРС — в 2006 году Китай импортировал 331,7 млн. тонн ЖРС, что на 20% больше, чем в 2005 году. Интересно отметить, что в прошедшем году Китай «забрал» 84% прироста мирового импорта, или 56,4 млн. тонн из 67,5 млн. тонн общего увеличения импорта.

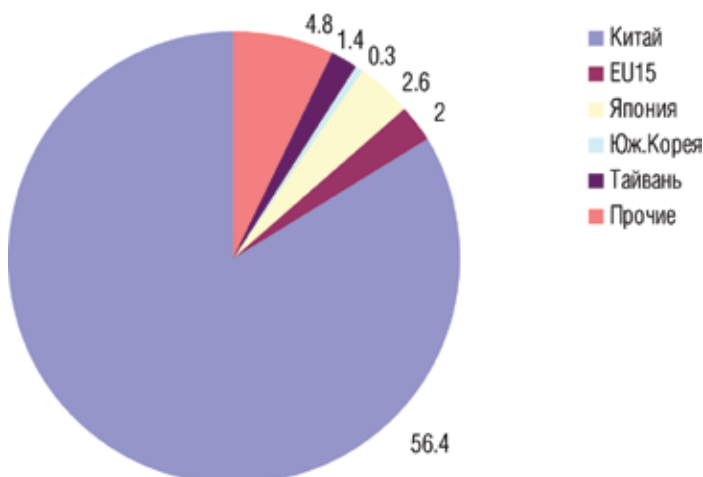
В среднесрочной перспективе Китай продолжит наращивать объемы импорта железорудного сырья, хотя темпы роста при этом снизятся. В 2007 году мы ожидаем роста импорта на 41,5 млн. тонн до 373 млн. тонн. С учетом последних прогнозов производства стали, озвученных China Iron and Steel Planning Institute и предполагающих увеличение объема выплавки стали к 2010 году до 520 млн. тонн, в среднесрочной перспективе мы прогнозируем рост импорта ЖРС до 460–490 млн. тонн.

СТРУКТУРА МИРОВОГО ИМПОРТА ЖРС В 2006 ГОДУ



Источник: ABARE.

ПРИРОСТ МИРОВОГО ИМПОРТА ЖРС В 2006 ГОДУ ПО НАПРАВЛЕНИЯМ, МЛН. ТОНН

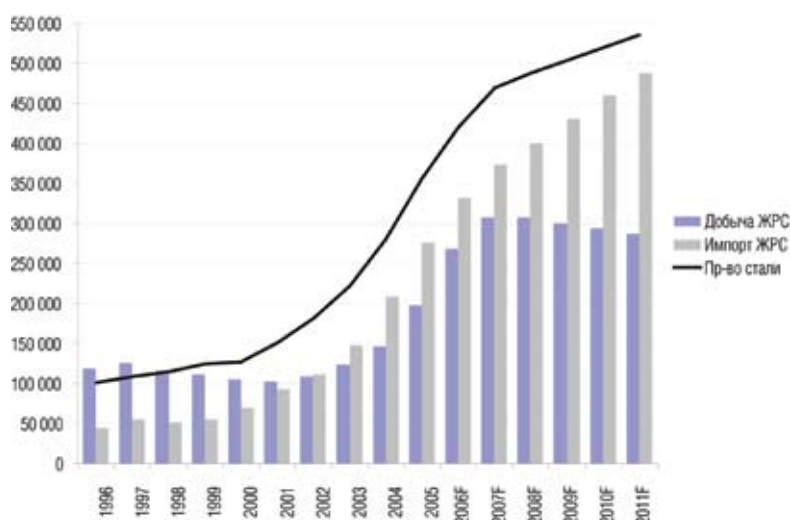


Источник: ABARE.

Китай пытается удовлетворить рост спроса на ЖРС со стороны сталелитейной промышленности путем диверсификации источников поставок сырья и увеличения собственной добычи.

В последние годы на фоне резкого роста цен на руду Китай попытался максимально диверсифицировать источники поставок ЖРС за счет развития собственной добычи, и активно импортируя индийское сырье. Собственное производство ЖРС Китаем только в 2005 году увеличилось на 36% и составило 198 млн. тонн, в 2006 году оценочный рост добычи так же составил 36%.

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЙ БАЛАНС ГОРНОРУДНОГО СЕКТОРА КИТАЯ



Источник: IISI, ABARE.

Однако ни поставки ЖРС из Индии, ни рост собственной добычи не обеспечат, на наш взгляд, потребности китайских металлургов. Во-первых, низкачественная железная руда в Китае требует слишком высоких затрат на ее обогащение, ...

На наш взгляд, ни один из этих факторов не способен коренным образом повлиять на ценообразование железорудного сырья. Дело в том, что китайские месторождения характеризуются крайне низким качеством сырья. Согласно данным USGS, средний уровень содержания железа на китайских месторождениях составляет всего 32,9% по сравнению с 66,4% в Бразилии и 62,1% в Австралии. В прессе приводились сведения о том, что в последнее время возросла добыча руды с 10–15% содержанием железа. Низкое качество руды приводит к росту издержек на обогащение, в результате чего конечная стоимость китайского сырья для потребителей может превышать стоимость бразильской и австралийской руды. Дополнительный вклад в рост «гэпа» между стоимостью китайского и импортируемого сырья вносит падение стоимости фрахта, наметившееся в первой половине прошлого года.

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЗАПАСОВ ПЯТИ КРУПНЕЙШИХ СТРАН – ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ, 2005

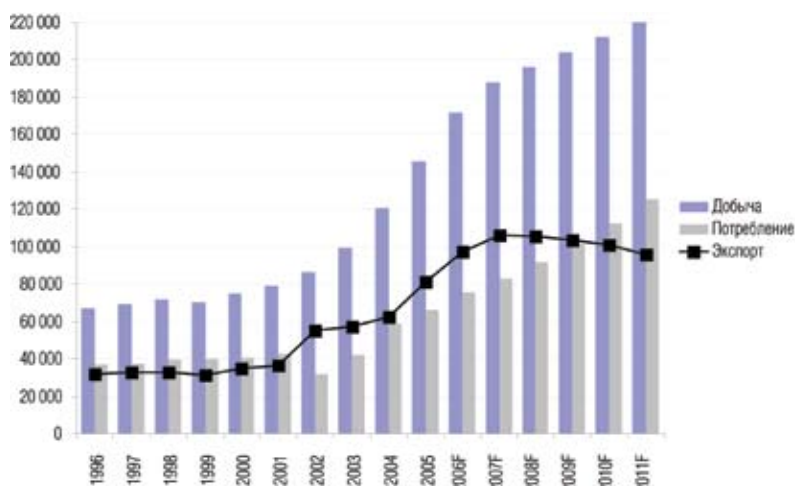
Страна	Запасы, млн. тонн	Резервы, млн. тонн	Доля Fe, %
Австралия	15 000	40 000	62,1
Бразилия	23 000	61 000	66,4
Китай	21 000	46 000	32,9
Индия	6 600	9 800	64,0
Россия	25 000	56 000	58,0

Источник: USGS.

...а во-вторых, планы по удвоению производства стали в Индии к 2020 году могут вызвать снижение объема экспорта ЖРС из страны с 2008 года.

Фактор частичного замещения бразильской и австралийской руды сырьем с индийских месторождений нам так же не представляется существенным в среднесрочной перспективе. За последние десять лет объем индийского экспорта вырос более чем в два с половиной раза и составил по итогам 2005 года 81 млн. тонн, из которых порядка 69–78 млн. тонн, согласно разным оценкам, пришлось на Китай. В то же время планы по увеличению производства стали и проекты по строительству гигантских меткомбинатов на индийской территории, анонсированные в последнее время, не позволяют рассчитывать на устойчивость данного процесса. Согласно Национальной стратегии развития сталелитейной промышленности Индии, к 2019–20 гг. объем производства стали в стране должен увеличиться до 100 млн. тонн с нынешних 42 млн. тонн; суммарный объем сталеплавильных мощностей к этому моменту должен возрасти до 110 млн. тонн.

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЙ БАЛАНС ГОРНОРУДНОГО СЕКТОРА ИНДИИ, ТЫС. ТОНН



Источник: IISI, ABARE.

Ряд крупнейших индийских компаний в последнее время анонсировали проекты по строительству дополнительных мощностей. Компания SW Steel в начале года объявила о намерении строительства металлургического комбината мощностью 10 млн. тонн, Arcelor Mittal объявил в конце прошлого года о подписании меморандума о взаимопонимании с правительством штата Орисса о строительстве завода мощностью 12 млн. тонн, Tata Steel — о ряде проектов суммарной мощностью порядка 16 млн. тонн.

С учетом данных планов, объем потребления железорудного сырья в Индии может увеличиться к 2011 году до 125 млн. тонн с 75 млн. тонн в 2006 году. С учетом роста производства на 6–7% в год, объем добычи к 2011 году возрастет до 210–220 млн. тонн, что предполагает сохранение объема экспорта в лучшем случае на текущих уровнях, т.е. порядка 90–95 млн. тонн в год.

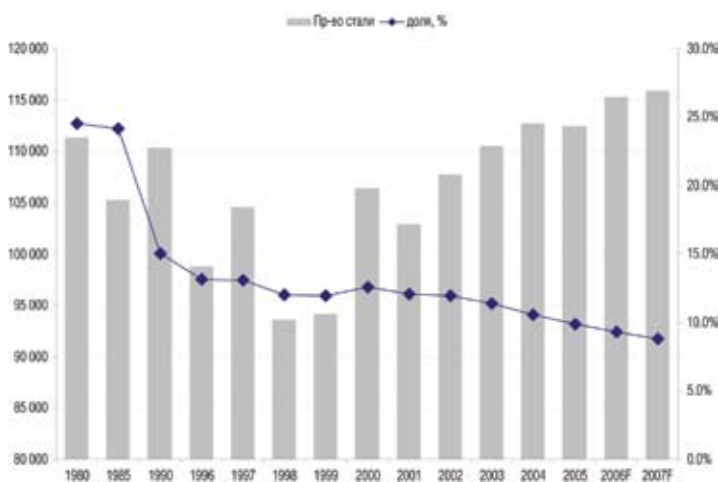
Негативно на мировые цены на ЖРС могут повлиять планы по выбытию мелких и устаревших мощностей по выплавке стали в Китае.

С другой стороны, поддержку ценам на ЖРС может оказать возобновление роста сталелитейной промышленности Японии на фоне восстановления темпов экономического роста в стране.

Более серьезную угрозу рынку представляют планы Китая по реформированию сталелитейной промышленности, предусматривающие, в частности, закрытие около 100 млн. тонн мелких и устаревших мощностей. Первые на очереди находятся 26 заводов в провинции Хебей, закрытие которых должно привести к изъятию порядка 3,75 млн. тонн мощности. С другой стороны, стоит отметить, что пока данные намерения претворились в жизнь только на бумаге.

Серьезную поддержку сектору в среднесрочной перспективе, на наш взгляд, может оказать японский фактор. Если в 1980 году на долю японской сталелитейной промышленности приходилось порядка 25% мировой выплавки стали, то после кризиса 1987 года, это отношение сократилось до менее чем 10%. В 2006 году после продолжительной рецессии среди экономистов окончательно укрепилось мнение о завершении спада в Японии. Темпы роста ВВП в прошлом году составили 2,7% после 2,6% в 2005 году. Прогнозы на 2007 года предполагают сохранение позитивной динамики на уровне 2,1%. Рост японской экономики способен оживить сталелитейную промышленность страны, что в свою очередь приведет к появлению дополнительного спроса на железорудное сырье. В качестве подтверждения данной гипотезы можно назвать заявления Nippon Steel и JFE Steel о прекращении экспорта толстолистовой стали в азиатские страны в связи с ростом спроса на внутреннем рынке.

ДОЛЯ ЯПОНСКОЙ СТАЛЕЛИТЕЙНОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ В МИРОВОМ ПРОИЗВОДСТВЕ, %



Источник: IISI.

Пик ввода новых мощностей придется на 2010 г.

В последние годы на фоне резкого роста цен на сырье мировые горнорудные холдинги значительно увеличили свои инвестиционные программы. Суммарный инвестиционный бюджет CVRD по трем крупнейшим проектам (Carajás, Brucutu, Fazendão) в 2006 году составил порядка \$1,6 млрд. В 2005 году вложения компании в железорудный сегмент составили порядка полутора миллиардов долларов (треть совокупного бюджета). BHP Billiton инвестировала в расширение добычи на своих западно-австралийских месторождениях в прошлом году порядка \$1,3 млрд. Инвестиции Rio Tinto в горнорудный сегмент в 2005 году составили так же \$1,3 млрд., в первом полугодии 2006 года — \$872 млн.

В настоящее время на фоне повышения мирового спроса на ЖРС крупнейшие компании сектора существенно увеличивают капвложения в рост собственной добычи.

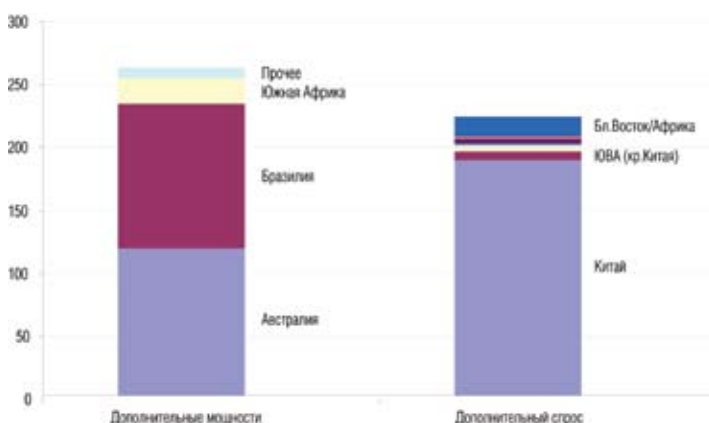
Кроме того, высокие текущие цены на ЖРС позволяют строить планы по запуску новых проектов по добыче железной руды.

Стремительный ввод новых мощностей может привести к снижению цен на ЖРС на 10–15% к 2011 г.

Интересно отметить, что, несмотря на высокий «входной барьер», последние годы ознаменовались интенсивным запуском проектов «с нуля». Компания Fortescue Metals Group Ltd. озвучила агрессивные планы увеличения добычи ЖРС до 45 млн. тонн к 2008 году. Бразильская компания MMX Mineracao & Metalicos S.A. приступила к освоению железорудного месторождения с проектной мощностью 37 млн. тонн. (2011 год).

Основываясь на объявленных инвестиционных планах горнорудных компаний, мы оцениваем дополнительный прирост мощностей к 2010 году в размере 260–270 млн. тонн (к уровню 2005 года). При этом рост объемов торговли ЖРС к тому же периоду оценивается только в 225 млн. тонн. Смещение баланса спроса-предложения в пользу последнего в ближайшие годы (к 2010–11 гг.) должно привести к снижению цен на 10–15%.

СРАВНЕНИЕ ПРИРОСТА ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ МОЩНОСТЕЙ И ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО СПРОСА К 2010–11 ГГ.



Источник: IISI.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ЖЕЛЕЗОРУДНОГО СЫРЬЯ

Российский рынок ЖРС характеризуется высокой концентрацией. На долю двух ГОКов приходится около 40% рынка, на долю трех — 50%.

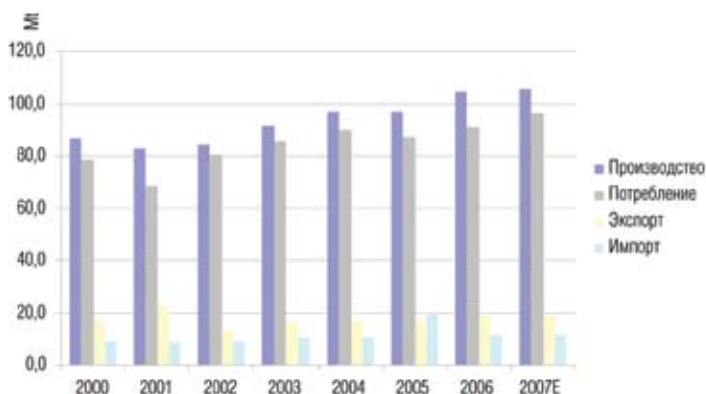
Большая часть ЖРС в России потребляется внутри металлургических холдингов, что делает внутренний рынок несколько изолированным от внешнего. Поэтому динамика мировых и российских цен на ЖРС может различаться.


За 2006 г. в России было произведено 104,5 миллиона т. ЖРС, что на 7,9% больше, чем в 2005 г. В настоящее время на долю трех крупнейших железорудных компаний (Лебединский, Михайловский и Стойленский) России приходится около 50% производимого в России сырья.

В данный момент большинство производителей ЖРС входят в состав металлургических холдингов и фактически являются «сырьевыми придатками» сталелитейных компаний. В данной ситуации большая часть производимой продукции потребляется внутри холдингов, экспорт сдерживается высокими транспортными издержками, в силу географического расположения добывающих мощностей. В связи с этим, в настоящее время внутренний рынок железорудного сырья в России характеризуется некоторой изолированностью от остального мирового рынка. Последнее приводит к тому, что уровень цен на внутреннем и внешнем рынках могут не совпадать и не даже не всегда коррелировать по динамике. Так например, средняя цена железорудного концентрата на внутреннем рынке в 2006 г. составляла около \$55–60 за т., что на 17% превышало мировой уровень (\$49). Однако цены на концентрат в 2006 г. на внутреннем рынке падали (-13%), тогда как на внешнем — росли (19%). Снижением цен

на внутреннем рынке объясняется ухудшение финансовых результатов некоторых ГОКов по итогам 2006 г., несмотря на рост добычи сырья.

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЙ БАЛАНС ГОРНОРУДНОГО СЕКТОРА РФ




 Холдинг «Металлоинвест», консолидировавший около 40% производимого ЖРС в России, оказывает большое влияние на формирование внутренних цен на продукцию ГОКов.

Наиболее благоприятным годом для горнодобывающих предприятий РФ выдался 2005 г., когда цена достигала \$100 за тонну окатышей и \$80–85 за тонну концентрата. На этом фоне 2006 г. оказался менее успешным. В первом полугодии цены на ЖРС снижались, после чего с 1 июля 2006 г. «Металлоинвест» повысил стоимость своей продукции на 25–30%. Данное повышение компания обосновывает значительным увеличением цен на стальную продукцию и повышением стоимости железной руды на мировом рынке.

Российский рынок железорудного сырья также отличается от мирового работой по краткосрочным контрактам. В данный момент этот фактор теряет актуальность: впервые в российской практике холдинг «Металлоинвест» заключил годовые контракты с российскими металлургами, а в экспортных поставках компания планирует перейти от годовых к трех и пятилетним контрактам.

Объединение двух крупнейших производителей — Михайловского и Лебединского ГОКов — в рамках единой оператора ЗАО «Газметалл» фактически привело к образованию монополиста в отрасли (около 40% по производству ЖРС). Это может повлиять на сохранение внутренних цен на высоком уровне. Более того, после заявленного объединения «Газметалла» с Индустриальным союзом Донбасса (ИСД, Украина) экспорт продукции Михайловского и Лебединского ГОКов на Украину может возрасти, что усилит позиции холдинга по установлению цен на ЖРС на внутреннем рынке.

ДОЛЯ РОССИЙСКИХ ГОКОВ ПО ПРОИЗВОДСТВУ ЖРС В 2005 Г. И ЗАПАСАМ НА НАЧАЛО 2006 Г.

№	Компания	Производство ЖРС в 2005 году, млн. т.	%	Запасы (А+В+С1), млн. т.	%
1	Лебединский ГОК	20,56	21%	4 826	8%
2	Михайловский ГОК	16,90	17%	11 000	19%
3	Стойленский ГОК	11,89	12%	4 973	9%
4	Карельский окатыш	9,12	9%	1 150	2%
5	Качканаровский ГОК	8,65	9%	2 950	5%
6	Ковдорский ГОК	5,79	6%	463	1%
7	Коршунковский ГОК	4,52	5%	409	1%
8	Оленегорский ГОК	4,02	4%	641	1%
9	Высокогорский ГОК	2,60	3%	274	0,5%
10	КМАруда ГОК	1,85	2%	н/д	н/д
11	Богословское РУ	1,36	1%	н/д	н/д
	Прочие	9,49	10%	30 389	54%
	Россия всего	96,76	100%	56 800	100%

Источник: данные компаний, презентация «Металлоинвест» 2006 года, расчеты ГК «Регион».

ОЦЕНКА КОМПАНИЙ

При оценке стоимости компаний использовался сравнительный метод. В качестве рыночных аналогов были выбраны крупные железорудные компании мира. Основой для нашей сравнительной оценки послужили мультипликаторы EV/EBITDA и EV/добыча.

Данные компаний BHP Billiton и Rio Tinto в группе иностранных компаний-аналогов не учитывались по причине высокой степени диверсификации их бизнеса (доля в выручке железной руды составляет 26% и 27% соответственно). В связи с этим, данные по этим компаниям приведены в информативных целях.

Мы также включили сравнительные данные по крупнейшему мировому производителю ЖРС, компании CVRD (Бразилия). Однако, принимая во внимание лидирующие позиции данной компании на мировом рынке ЖРС, а также, диверсификацию бизнеса (доля ЖРС в выручке составляет 74%) мы дисконтировали среднее значение коэффициента EV/добыча и EV/EBITDA на 25%. На наш взгляд, применение данного дисконта для российских ГОКов по отношению к группе зарубежных компаний является тем более адекватным из-за наличия в списке аналогов компании Mount Gibson, которая в данный момент реализует инвестиционные проекты по разработке месторождений. Компания только начинает добычу ЖРС и поэтому выглядит переоцененной. В связи с вышеуказанным, наша оценка стоимости российских ГОКов является достаточно консервативной.

ОСНОВНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ДЛЯ СРАВНИВАЕМЫХ ЖЕЛЕЗОРУДНЫХ КОМПАНИЙ

Компания	Mcap, \$mln	P/S		P/E		EV/EBITDA		EV/добыча
		05	06E	05	06E	05	06E	
Зарубежные компании								
BHP Billiton (Австралия)	136 162	4,4	3,5	20,5	12,9	12,9	8,0	1474,2
CVRD (Бразилия)	83 428	6,5	4,4	17,2	12,4	14,5	9,3	292,2
Rio Tinto (Великобритания)	74 205	3,9	3,0	13,5	10,0	9,3	6,1	617,1
Kumba Iron Ore Ltd (ЮАР)	5 234	-	4,3	-	8,7	-	7,9	181,4
Cleveland-Cliffs (США)	2 999	1,7	1,5	10,6	9,3	6,8	5,9	70,6
Полтавский ГОК (Украина)	1 216	2,7	-	23,5	-	13,2	-	182,6
Portman (Австралия)	662	2,4	1,7	10,0	7,2	6,1	3,5	113,3
Mount Gibson (Австралия)	476	7,8	8,0	44,9	26,3	22,4	28,1	425,1
МЕДИАНА		3,9	3,5	17,2	10,0	12,9	7,9	182,0
Российские компании								
Михайловский ГОК	2 627	2,6	2,6	8,5	9,4	6,3	7,8	171,4
Лебединский ГОК	2 992	3,0	3,0	6,9	9,2	5,7	6,7	157,4
Стоиленский ГОК	1 090	1,9	2,1	4,0	4,6	1,9	2,2	63,4
Карельский окатыш	1 069	1,4	1,7	3,7	7,3	2,3	4,2	100,1
Качканарский ГОК «Ванадий»	859	1,6	1,5	4,1	4,2	3,0	2,9	98,9
Ковдорский ГОК	407	1,2	1,4	5,1	8,3	3,0	6,7	61,1
Олкон	263	1,5	1,1	6,3	3,3	3,7	2,0	57,7
Высокогорский ГОК	164	0,8	0,9	5,3	6,8	3,5	3,5	64,8
Коршунувский ГОК	144	0,7	0,8	2,6	3,4	1,9	2,4	37,8
БРУ	43	1,3	1,2	15,2	9,6	6,6	4,9	30,7
МЕДИАНА		1,5	1,5	5,2	7,0	3,3	3,9	64,1

Источник: Reuters, данные компаний, расчеты ГК «Регион».

По итогам сравнительной оценки западные аналоги в среднем оценены в \$182 за 1 тонну ЖРС. С учетом дисконта в 25% данный показатель составил \$137/т. Российские ГОКи оцениваются рынком в \$64/т.

С другой стороны, учитывая результаты сделок по слиянию и поглощению, например, продажу 92,4% акций комбината КМАРуда за \$300 млн., коэффициент EV/добыча составляет \$175 за тонну произведенной продукции. Это подтверждает правильность результатов нашей оценки и готовность инвесторов платить за стратегически важные активы по соизмеримой стоимости с мировыми аналогами.

В силу различия стандартов оценки запасов полезных ископаемых в США (JORC) и России, коэффициент EV/запасы не использовался.

Коэффициент EV/EBITDA для зарубежных аналогов составляет 7,9, что с учетом 25% дисконта равняется 6,3. Значение аналогичного мультипликатора для российских ГОКов составляет 3,9.

Инвестиционный риск

Согласно внесенным изменениям в Федеральный закон «Об акционерных обществах», с 1 июля 2006 г. лицо, которому прямо или через аффилированные структуры принадлежит 95% общего количества акций открытого общества, вправе в принудительном порядке выкупить оставшиеся доли миноритариев. Выкуп ценных бумаг осуществляется по цене не ниже рыночной стоимости, которая должна быть определена независимым оценщиком. При этом указанная цена не может быть ниже:

- средневзвешенной рыночной цены по результатам торгов за последние шесть месяцев;
- наибольшей цены, по которой в течение последних шести месяцев мажоритарный акционер приобрел или принял на себя обязанность приобрести эти ценные бумаги.

В случае если в течение шести месяцев, предшествовавших сделке, акции общества не обращались на фондовом рынке и мажоритарный акционер не осуществлял их покупку, стоимость акций для целей их выкупа определяется исключительно независимым оценщиком.

Вероятность принудительного выкупа миноритарных долей существует у большинства российских ГОКов, что представляет определенный риск, что цена выкупа будет ниже «справедливой» стоимости акций компании. Такой риск наиболее очевиден у Ковдорского и Высокогорского ГОКа.

КОРШУНОВСКИЙ ГОК

ТИКЕР	KOGK
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ПОКУПАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	1983
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	575
ПОТЕНЦИАЛ, %	245%

Мсар, \$ млн.	144
EV, \$ млн.	171

Обыкновенные акции

кол-во	250 126
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

Привилегированные акции

кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ

ОАО «Мечел»	85,5813%
-------------	----------

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	178,5	177,9	0%
ЕБИТДА	82,7	69,7	-16%
Чистая прибыль	50,8	40,9	-19%

P/S	0,7	0,8	-
EV/ЕБИТДА	1,9	2,4	-
P/E	2,6	3,4	-

Коршунровский ГОК входит в десятку крупнейших ГОКов России, на долю которого приходится 5% всей производимой продукции ЖРС. Комбинат расположен в Иркутской области, городе Железногорске-Илимском. Основной сырьевой базой является Коршунновское железорудное месторождение. Основная продукция Коршунновского ГОКа — железорудный концентрат.

Суммарные запасы по российским стандартам оценки составляют 408,5 млн. т. руды.

Структура собственности

Коршунровский ГОК является дочерним предприятием группы «Мечел». В настоящее время Мечелу принадлежит 85,6% акций комбината.

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ

Наименование	2004	2005	2006	06/05, %
Добыча руды, млн.т.	10,20	11,33	12,44	+9,8%
Концентрат железорудный, млн.т.	3,88	4,52	4,98	+10,1%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2006 г. Коршунновский ГОК добыл около 12 млн. т. руды и произвел 4,98 млн. т. железорудного концентрата, превысив на 10% результат 2005 г. Основным потребителем продукции является ОАО «ЧМК» (Мечел).

Тенденции развития

С 2007 г. планируется стабильно производить 5 млн. т. железорудного концентрата в год. В 2009 г. намечается ввод в эксплуатацию Красноярского месторождения для замены выбывающих мощностей Татьянинского карьера.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	1 922,6	2 780,7	5 050,1	4 835,9	-4%
ЕБИТДА	330,3	896,6	2 338,8	1 896,0	-19%
ЧП	-1 313,7	475,7	1 435,8	1 112,1	-23%
Рентабельность ЕБИТДА, %	17,2%	32,2%	46,3%	39,2%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	-68,3%	17,1%	28,4%	23,0%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

Мы ожидаем снижения выручки комбината в 2006 г. на 4%, а также показателей ЕБИТДА и чистой прибыли на 19% и 23% соответственно. Учитывая возросший объем производства на 10% и отсутствия у компании проблем с реализацией продукции, падение основных финансовых показателей связано с реализацией произведенной продукции по ценам ниже предыдущего года. Падение показателя ЕБИТДА, на наш взгляд, произойдет по причине роста себестоимости продукции темпами, опережающими рост производства.

ОЛЕНЕГОРСКИЙ ГОК

ТИКЕР	ОГОК
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ПОКУПАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	1166
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	475
ПОТЕНЦИАЛ, %	146%

Мсар, \$ млн.	263
EV, \$ млн.	232

Обыкновенные акции

кол-во	553 775
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

Привилегированные акции

кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ

ОАО «Меткомбанк»	92,57%
------------------	--------

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	160,0	241,2	51%
ЕБИТДА	58,5	110,8	89%
Чистая прибыль	39,1	78,2	100%

P/S	1,5	1,1	-
EV/ЕБИТДА	3,7	2,0	-
P/E	6,3	3,3	-

Оленегорский ГОК (Олкон) входит в десятку крупнейших производителей ЖРС России, на долю которого приходится 4% производства. Олкон специализируется на выпуске железорудного концентрата. Комбинат расположен в Мурманской области, сырьевая база представлена богатыми месторождениями железистых кварцитов, расположенных в окрестностях города Оленегорска.

Основные промышленные запасы железной руды сосредоточены в пяти месторождениях. В настоящее время в эксплуатации находятся 5 карьеров: Оленегорский, Кировогорский, Бауманский, им. 25-летия Октября, Комсомольский. Суммарный остаток балансовых запасов на 01.01.2006 года составляет 640,79 млн. т.

Структура собственности

92,57% акций находится в номинальном держании у ОАО «Меткомбанк» входящего в «Северсталь-групп», второго по величине в России вертикально-интегрированного производителя стали.

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2004	2005	2006	06/05, %
Добыча руды, млн.т.	10,52	12,04	13,30	+10,5%
Концентрат, млн.т.	3,62	4,02	4,47	+11,1%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2006 г. Оленегорский ГОК увеличил объемы производства железорудного концентрата — более чем на 11% по сравнению с 2005 г. — до 4,47 млн. тонн. Возросли, соответственно, и объемы горных работ. 2006 г. для Оленегорского ГОКа был годом, выделяющимся из всех последних лет тем, что в этот год комбинат достиг самых высоких объемов производства, в первую очередь — горных работ. Объем горной массы составил порядка 19,45 млн. кубометров, вывозка вскрышной породы составила 15,65 млн. кубометров (+10,2%), значительно увеличились объемы добычи руды (+10,5%) до 13,30 млн. тонн.

Вся продукция реализуется на внутреннем рынке, основная часть производимого железорудного концентрата отгружается в адрес Северстали.

Тенденции развития

В 2007 г. планируется увеличить объем производства на 126 тыс. т. до 4,6 млн.т. железорудного концентрата (ЖРК), что на 2,8% выше, чем в 2006 г. Данный рост выглядит незначительным на общем фоне, но для комбината важно увеличить добычу руды подземным способом, в условиях снижения объемов добычи открытым способом.

ОЛЕНЕГОРСКИЙ ГОК

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ					
млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	2 005,9	2 684,1	4 525,5	6 557,3	45%
ЕВITDA	212,0	498,1	1 654,6	3 011,9	82%
ЧП	93,3	325,3	1 106,8	2127,4	92%
Рентабельность ЕВITDA, %	10,6%	18,6%	36,6%	45,9%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	4,6%	12,1%	24,5%	32,4%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

По нашим оценкам, в 2006 г. рост выручки комбината составит 45%. Данный рост связан с увеличением производства на 11%. Показатель ЕВITDA увеличится на 82% в связи с тем, что темп роста выручки опережает темп роста себестоимости продукции. Чистая прибыль увеличится на 92% и достигнет рекордных 1,6 млрд. руб.

БОГОСЛОВСКОЕ РУДОУПРАВЛЕНИЕ

ТИКЕР	BRAD
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ПОКУПАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	1190
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	580
ПОТЕНЦИАЛ, %	105%

Мсар, \$ млн.	43
EV, \$ млн.	42

Обыкновенные акции	
кол-во	73 973
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-
Привилегированные акции	
кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ	
ОАО «УГМК»	53,2%
ООО «Вагран»	6,12%
ООО «Финансовое агентство «МИЛКОМ-ИНВЕСТ»	
(номинальный держатель)	32,1%

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	31,7	33,6	6%
ЕБИТДА	5,9	8,2	39%
Чистая прибыль	2,6	4,3	65%
P/S	1,3	1,2	-
EV/ЕБИТДА	6,6	4,9	-
P/E	15,2	9,6	-

Богословское рудоуправление (БРУ) специализируется на производстве железорудного концентрата. Добыча руды производится подземным способом на Северопесчанском месторождении магнетитовых железных руд.

Производственная мощность основного подразделения рудоуправления — шахты «Северопесчанская» составляет 2,6 млн. т. сырой руды и 1,5 млн. т. железорудного концентрата в год.

При производстве железорудного концентрата 1,36 млн.т. в год Богословское рудоуправление занимает 1,4% внутреннего рынка производства товарной железной руды предприятий отрасли.

Структура собственности

Контрольный пакет акций (53,2%) принадлежит Уральской горно-металлургической компании (УГМК). Вторым крупнейшим акционером компании является ООО «Финансовое агентство «Милком-инвест» с долей в 32,1%.

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2003	2004	2005	05/04, %
Добыча руды, млн.т.	2,29	2,32	2,37	+2,4%
Концентрат железорудный, млн.т.	1,37	1,37	1,36	-0,6%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2005 г. было добыто 2,37 млн. т. руды и произведено 1,36 млн. т. железорудного концентрата. По отношению к 2004 г. снижение производства концентрата составило 1%.

Потребителями, на долю которых приходится более 80% в общем объеме реализации, являются НТМК (Евраз Групп) и ОАО «Металлургический завод им. А.К. Серова» (УГМК).

Тенденции развития

В перспективе разработано направление по проведению реконструкции дробильно-обогащительной фабрики, целью которого является получение концентрата с содержанием Fe 66,5%, а также вскрытие нижележащих горизонтов 400 и 480 метров.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ					
млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	652,2	926,6	896,2	914,1	2%
ЕБИТДА	58,8	257,2	166,2	222,1	34%
ЧП	-23,13	195,3	74,1	117,8	59%
Рентабельность ЕБИТДА, %	9,0%	27,8%	18,5%	24,3%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	-3,5%	21,1%	8,3%	12,9%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

БОГОСЛОВСКОЕ РУДОУПРАВЛЕНИЕ

По нашим оценкам, в 2006 г. рост выручки компании составит около 2%, чистая прибыль покажет рост на уровне 59%. Это, прежде всего, обуславливается стабильным производством на фоне стабильных цен реализации товарной продукции.

По мультипликатору P/E БРУ выглядит переоцененным к российским аналогам на 41%. Это говорит о низкой рентабельности компании по отношению к текущей рыночной стоимости. Учитывая низкое качество железной руды, добываемой компанией, дисконт по коэффициенту EV/добыча к ведущим мировым компаниям составляет 50%.

СТОЙЛЕНСКИЙ ГОК

ТИКЕР	SGOK
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ПОКУПАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	672
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	350
ПОТЕНЦИАЛ, %	92%

Мсар, \$ млн.	1 090
EV, \$ млн.	685

Обыкновенные акции	
кол-во	3 114 331
дивиденды, RUR	223,48
дивидендная доходность	2,4%*

Привилегированные акции	
кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ		%
ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат»		96,98%

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	531,8	510,5	-4%
ЕБИТДА	334,6	299,0	-11%
Чистая прибыль	255,8	228,4	-11%

P/S	1,9	2,1	-
EV/ЕБИТДА	1,9	2,2	-
P/E	4,0	4,6	-

Стойленский ГОК — третий по величине производитель сырья для черной металлургии в России, занимающий 12% внутреннего рынка ЖРС. Комбинат расположен в городе Старый Оскол Белгородской области и разрабатывает Стойленское месторождение Курской магнитной аномалии.

Остаток балансовых запасов на 01.10.2006 года составил:

- богатая железная руда — кат. В+С1 — 56,43 млн. т.;
- магнетитовые кварциты — кат. В+С1 — 4 916,23 млн. т.

Проектная годовая производительность предприятия по добыче составляет по богатым железным рудам 1 млн. т., по магнетитовым кварцитам — 25,44 млн. т. Товарная продукция комбината — аглоруда (52% Fe) и железорудный концентрат (66,7% Fe).

Структура собственности

96,98% акций Стойленского ГОКа принадлежат Новолипецкому металлургическому комбинату (НЛМК).

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2004	2005	2006E	06/05, %
Добыча руды, млн.т.	24,43	24,37	25,34	+4,0%
Железорудный концентрат, млн.т.	11,00	10,81	11,26	+4,2%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

Согласно нашему прогнозу, в 2006 г. Стойленский ГОК добудет около 25,34 млн. т. железной руды и произведет 11,26 млн.т. железорудного концентрата, что на 4% больше, чем в 2005г. Производимая продукция поставляется на внутренний рынок, основным потребителем является НЛМК.

Тенденции развития

Инвестиционная программа комбината предусматривает расширение производственных мощностей путем строительства четвертой секции обогатительной фабрики. Увеличение производительности по добыче железистых кварцитов предположительно достигнет 36 млн. т. в год. Данный проект позволит увеличить выпуск железорудного концентрата до 14,1 млн. т. Также к 2009 г. планируется строительство фабрики окомковывания №2 по производству 3 млн.т. офлюсованных окатышей в год.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ					
млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	5 686,2	10 924,4	15 047,8	13 879,6	-8%
ЕБИТДА	525,2	6 195,7	9 466,1	8 130,7	-14%
ЧП	162,3	4 586,7	7 237,8	6 211,1	-14%
Рентабельность ЕБИТДА, %	9,2%	56,7%	62,9%	77,7%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	2,9%	42,0%	48,1%	44,7%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

СТОЙЛЕНСКИЙ ГОК

По итогам 2006 г. мы ожидаем уменьшения выручки примерно на 8% по отношению к 2005 г. Показатель EBITDA и чистая прибыль снизятся на 14%. Данное ухудшение финансовых показателей в 2006 г. вызвано снижением цен ЖРС на российском рынке, что не смогло компенсироваться ростом производства.

Стойленский ГОК выглядит одним из наиболее привлекательных активов в отрасли. При сравнении с иностранными и российскими аналогами потенциал роста составляет по коэффициенту EV/EBITDA составляет 72% и 67% соответственно. В дополнение к этому компания располагает большим объемом «кэша» (денежные средства и депозитные вклады), которые могут быть направлены на выплату дивидендов.

ВЫСОКОГОРСКИЙ ГОК

ТИКЕР	VGOK
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ДЕРЖАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	0,40
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	0,21
ПОТЕНЦИАЛ, %	92%

Мсар, \$ млн.	164
EV, \$ млн.	168

Обыкновенные акции	
кол-во	780 105 000
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-
Привилегированные акции	
кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ	%
ООО «СИБМЕТИНВЕСТ»	87,3883%

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	184,1	173,5	-6%
ЕБИТДА	44,2	46,3	5%
Чистая прибыль	28,9	23,3	-19%

P/S	0,8	0,9	-
EV/ЕБИТДА	3,5	3,5	-
P/E	5,3	6,8	-

Высокогорский ГОК расположен в Свердловской области и разрабатывает 4 месторождения руды (Высокогорское, Лебяжинское, Естюнинское и Меднорудянокое) с суммарными запасами более 300 млн. т.

Основная продукция комбината — железная руда, которая добывается как открытым, так и подземным способом, концентрат мокрой магнитной сепарации, доменный агломерат (55% Fe), известняк, дунит, щебень, песчано-щебеночная смесь и ряд других продуктов.

Структура собственности

ВГОК входит в состав Евраз Групп — первого по величине интегрированного производителя стали в России. Доля Евраза в уставном капитале ВГОКа составляет 87,4%.

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2003	2004	2005	05/04, %
Добыча руды, млн. т.	3,02	3,81	4,27	+12,2%
Агломерат, млн. т.	2,40	2,92	2,59	-11,2%
Концентрат железорудный, млн. т.	1,31	1,31	1,39	+6,2%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2005 г. ВГОК добыл 4,272 млн. т. руды, рост к 2004 г. составил 12%. Комбинат произвел агломерата 2,6 млн. т., что составило 89% от объема производства 2004 г.

Основным потребителем агломерата ВГОКа является НТМК (предприятие «Евраз Групп») — 89,7% всей отгрузки.

В структуре отгрузки известняка выделяются следующие основные потребители: Качканарский ГОК (доля в отгрузке — 43,3%) и НТМК — 32,5%. Два основных потребителя в совокупности занимают более 75%.

Тенденции развития

В период с 2005 г. по 2010 г. на комбинате предусмотрена программа, направленная на расширение производственных мощностей, снижение затрат на производство, модернизацию агломерационного оборудования, совершенствование системы учета затрат по местам возникновения.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ					
млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	1 658,4	3 124,6	5 208,3	4 718,0	-9%
ЕБИТДА	231,3	699,4	1 255,1	1 258,7	1%
ЧП	26,2	552,0	817,6	634,7	-22%
Рентабельность ЕБИТДА, %	13,9%	22,4%	24,1%	26,7%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	1,6%	17,7%	15,7%	13,5%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

По нашим оценкам, выручка компании в 2006 г. уменьшится на 9%, что в свою очередь отразится на чистой прибыли, которая снизится на 22% соответственно. Мы связываем это, прежде всего, со снижением производства основного вида продукции на комбинате — агломерата — на 11% по отношению к 2005 г.

ВЫСОКОГОРСКИЙ ГОК

1 марта 2007 года ООО «Сибметинвест», структура Evraz Group, которой принадлежит чуть менее 95% акций Высокогорского ГОКа, объявило оферту на добровольный выкуп акций компании по цене \$0,22 (5,83 руб.). Впоследствии, если доля Сибметинвеста превысит 95%, речь может идти уже о принудительном выкупе. Поскольку объявленная цена находится в рамках текущих рыночных котировок акций ГОКа и значительно ниже, чем наша целевая цена, мы рекомендуем держать акции компании.

КАЧКАНАРСКИЙ ГОК-ВАНАДИЙ

ТИКЕР	КГОК
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ПОКУПАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	3,9
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	2,3
ПОТЕНЦИАЛ, %	72%

Мсар, \$ млн.	859
EV, \$ млн.	855

Обыкновенные акции	
кол-во	381 864 252
дивиденды, RUR	11,78
дивидендная доходность	19,9%*
Привилегированные акции	
кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

* 9 месяцев 2005 г.

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ		%
ОАО «НТМК»	57,7641%	
ОАО «ЗСМК»	39,9541%	

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	507,5	547,1	8%
ЕБИТДА	268,2	287,6	7%
Чистая прибыль	195,9	199,1	2%

P/S	1,6	1,5	-
EV/ЕБИТДА	3,0	2,9	-
P/E	4,1	4,2	-

Качканарский ГОК-Ванадий входит в пятерку крупнейших производителей ЖРС в России, на долю которого приходится 9% производства. Комбинат расположен в Свердловской области и разрабатывает Гусевогорское месторождение вкрапленных ванадийсодержащих титаномагнетитовых руд с балансовыми запасами категории В+С1 — 3 млрд. т., со средним содержанием железа 16,6%, пятиоксида ванадия V2O5 — 0,14 %.

Добыча ведется открытым способом, после чего транспортируется для дробления, обогащения и агломерации. Комбинат производит агломерат (54% Fe) и окатыши (61% Fe).

Структура собственности

Качканарский ГОК входит в состав Евраз Групп — первого по величине вертикально-интегрированного производителя стали в России. По состоянию на конец 3-го квартала 2006 г. 57,7% акций принадлежат ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат» (НТМК) и около 40,0% акций ОАО «Западно-Сибирский металлургический комбинат» (ЗСМК).

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2004	2005	2006E	06/05, %
Добыча руды, млн.т.	47,18	46,00	49,60	+7,8%
Агломерат, млн.т.	2,85	2,85	2,95	+3,4%
Окатыши, млн.т.	5,59	5,18	5,92	+14,2%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

По нашим оценкам, объем добытой руды Качканарским ГОКом в 2006 г. составит около 50 млн. т, что на 7,8% больше, чем в 2005 г., производство агломерата составит около 3,0 млн. т., окатышей — 5,9 млн. т. Общий объем производства железорудного сырья вырастет на 10%.

Основные рынки, на которых, комбинат осуществляет свою деятельность, являются металлургические заводы Уральского региона и Сибири, имеющие в технологической схеме производства доменный передел. В Уральском регионе — это металлургические заводы НТМК и ОАО «Чусовской метзавод» (ЧМЗ). В Сибири — это ЗСМК и ОАО «Новокузнецкий металлургический комбинат» (НКМК).

Тенденции развития

В ближайших планах по развитию предприятия предусматривается дальнейшее обновление и модернизация основного технологического оборудования, снижение затрат на производство, а также развитие кооперации с металлургическими заводами группы «ЕвразХолдинг» — НТМК, НКМК, ЗСМК.

КАЧКАНАРСКИЙ ГОК-ВАНАДИЙ

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ					
млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	6 947,5	11 097,0	14 358,2	14 876,0	4%
ЕБИТДА	848,0	4 027,3	7 588,8	7 820,1	3%
ЧП	374,9	2 644,7	5 541,4	5 412,8	-2%
Рентабельность ЕБИТДА, %	12,2%	36,3%	52,9%	52,6%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	5,4%	23,8%	38,6%	36,4%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

Мы ожидаем в 2006 г. роста выручки компании относительно 2005 г. на 4%. Поскольку себестоимость компании растет пропорционально объему производства, показатель ЕБИТДА также вырастет примерно на 3%. Чистая прибыль может незначительно уменьшиться, в пределах 2%.

Качканарский ГОК выгодно отличается от своих аналогов наличием в добываемой руде ванадия — ценного легирующего компонента.

КАРЕЛЬСКИЙ ОКАТЫШ

ТИКЕР	KARO
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ПОКУПАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	1300
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	975
ПОТЕНЦИАЛ, %	33%

Мсрп, \$ млн.	1 069
EV, \$ млн.	913

Обыкновенные акции	
кол-во	1 096 400
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-
Привилегированные акции	
кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ	%
ОАО «Меткомбанк»	90,8320%

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	697,4	603,5	-13%
ЕБИТДА	371,6	210,5	-43%
Чистая прибыль	266,5	142,6	-47%
P/S	1,4	1,7	-
EV/ЕБИТДА	2,3	4,2	-
P/E	3,7	7,3	-

Карельский окатыш — предприятие сырьевого дивизиона группы предприятий Северсталь-групп. Комбинат разрабатывает 2 месторождения железных руд — Костомукшинское и Корпангское. Сырьевой базой для производства окатышей является Костомукшское месторождение железной руды, крупнейшее на Северо-Западе России.

Промышленные запасы железной руды, утвержденные в проектных контурах карьера, составляют 1,15 млрд. т. при сроке отработки месторождения 40 лет. В непосредственной близости от Костомукшского месторождения разведано Корпангское месторождение с утвержденными запасами руды около 400 млн. тонн руды.

Производственные мощности Карельский окатыш составляют: по добыче руды — 24 млн. т. в год, по производству концентрата — 9,3 млн. т. в год, по производству окатышей — 8,84 млн. т.

Структура собственности

90,83% акций находится в номинальном держании у ОАО «Меткомбанк» входящего в Северсталь-групп, второго по величине в России вертикально-интегрированного производителя стали.

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2004	2005	2006	06/05, %
Добыча руды, млн. т	22,32	25,42	26,30	+3,5%
Концентрат, млн. т	8,00	9,12	9,96	+9,2%
Окатыши, млн. т	7,64	8,83	9,45	+7,1%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2006 г. Карельский окатыш добыл свыше 26 млн. т. руды и произвел около 9,5 млн. т. окатышей. Рост производства товарной продукции составил 7% к 2005 г. Повышение вызвано реализацией крупной инвестиционной программы на сумму 2 млрд. руб.

ОСНОВНЫЕ ПОТРЕБИТЕЛИ ПРОДУКЦИИ



Источник: данные компании.

КАРЕЛЬСКИЙ ОКАТЫШ

Тенденции развития

В ближайшее время планируется организация нового производства:

- разработка месторождения блочного камня (габбро-диабаз) «Таловейс»;
- ввод в эксплуатацию участка «Западный» Корпангского месторождения железных руд.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ					
млн. руб.	2003	2004	2005	2006Е	06/05, %
Выручка	5 097,0	8 234,8	19 729,2	16 410,0	-17%
ЕВITDA	708,4	2 064,6	10 513,1	5 723,4	-46%
ЧП	110,0	1 369,0	7 540,0	3 876,8	-49%
Рентабельность ЕВITDA, %	13,9%	25,1%	53,3%	34,9%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	2,2%	16,6%	38,2%	23,6%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

По итогам 2006 г. мы ожидаем падения выручки компании на 17% до 16,4 млрд. руб. Показатели ЕВITDA и чистая прибыль снизятся на 46 и 49% соответственно. Данное ухудшение финансовых показателей вызвано снижением цен на окатыши в 2006 г. в среднем до \$60 за тонну (DAF), тогда как в 2005 г. средняя цена была \$80–90 за тонну.

КОВДОРСКИЙ ГОК

ТИКЕР	KVDG
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ДЕРЖАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	9,0
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	6,0
ПОТЕНЦИАЛ, %	49%

Мсар, \$ млн.	407
EV, \$ млн.	354

Обыкновенные акции

кол-во	67 827 360
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

Привилегированные акции

кол-во	38 160
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ

ОАО «МХК «ЕвроХим»	99,5%
--------------------	-------

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	322,5	274,0	-15%
ЕБИТДА	110,9	51,3	-54%
Чистая прибыль	74,8	47,2	-37%
P/S	1,2	1,4	-
EV/ЕБИТДА	3,0	6,7	-
P/E	5,1	8,3	-

Ковдорский ГОК является вторым по величине производителем апатитового концентрата (сырье для выпуска фосфорных удобрений) в России и единственным в мире производителем бадделеитового концентрата (природная цирконевая руда с содержанием ZrO₂ до 99,3%, используется в огнеупорной и абразивной отрасли).

Комбинат разрабатывает Ковдорское месторождение магнетитовых и апатитовых руд в Мурманской области с суммарными запасами на 01.01.2006 г. 462,63 млн. т.

Структура собственности

Ковдорский ГОК входит в состав ОАО «Минерально-химическая компания «ЕвроХим», являющейся крупнейшей в России агрохимической компанией. Доля ЕвроХима в капитале комбината составляет 99,5%. В свободном обращении находится менее 0,5% акций. В связи с этим, возникает существенный риск принудительного выкупа долей миноритариев со стороны основного акционера.

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ

Наименование	2004	2005	2006	06/05, %
Добыча руды, млн. т.	15,14	16,20	н/д	-
Железорудный концентрат, млн. т.	5,27	5,79	5,61	-3,1%
Апатитовый концентрат, млн. т.	1,83	1,96	2,01	+0,6%
Бадделеитовый концентрат, млн. т.	5,52	6,59	7,51	+14,0%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2006 г. комбинат произвел 5,61 млн. т. ЖРК, 2,01 млн. т. апатитового концентрата и 7,51 млн. т. бадделеитового концентрата. Рост основных показателей производства обеспечен за счет реализации инвестиционных программ, приоритетными направлениями которой стали реконструкция и модернизация производства, обновление парка горно-транспортной техники, внедрение энергосберегающих технологий. Апатитовый концентрат используется предприятиями холдинга для производства фосфорных удобрений, бадделеитовый концентрат реализуется как на внутреннем рынке, так и на экспорт.

Основным потребителем ЖРК является предприятия: Северсталь (51,8%) и ММК (около 5%). На экспорт поставляется 42,7%. Основным конкурентом является Оленегорский ГОК (г. Оленегорск Мурманской области).

Тенденции развития

Важнейшими задачами 2007 г. остались техническое перевооружение производства, повышение качества и конкурентоспособности продукции, увеличение объемов производства и реализации концентратов, создание и освоение ресурсосберегающих технологий.

КОВДОРСКИЙ ГОК

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ					
млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	4 010,	7 741,0	9 122,7	7 450,9	-18%
ЕВITDA	332,	2 390,0	3 136,6	1395,6	-56%
ЧП	н/д	1 646,7	2 117,0	1282,6	-39%
Рентабельность ЕВITDA, %	8,3%	30,9%	34,4%	21,6%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	н/д	21,3%	23,2%	17,2%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

Вероятно, в 2006 г. выручка Ковдорского ГОКа снизится на 18% по отношению к 2005 г. Показатели ЕВITDA и чистая прибыль уменьшатся на 56% и 39% соответственно. Данное снижение выручки может быть обусловлено динамичным развитием основного конкурента — Олкона, который в свою очередь принадлежит основному потребителю продукции Ковдорского ГОКа — Северстали. А также более низкими ценами на продукцию на внутреннем рынке, нежели в предыдущем году.

Ковдорский ГОК отличается от остальных железорудных компаний наличием производства апатитового (доля российского рынка 16%) и бадделеитового концентрата, что означает диверсификацию производства по сравнению с другими российскими железорудными компаниями.

По сообщению пресс-службы Еврохима, распространенному в феврале текущего года, в 2007 г. компания направит около 1 млрд. руб. на реконструкцию и модернизацию производства Ковдорского ГОКа. Это гораздо больше, чем в прошлом году. В 2006 г. Еврохим выделил всего около 23 млн. руб. на проведение природоохранных мероприятий на комбинате.

Кроме того, в материалах Еврохима отмечается, что компания намерена довести свою долю в Ковдорском ГОКе до 100%. Таким образом, мажоритарный акционер собирается произвести принудительный выкуп миноритарных долей в компании. В октябре 2006 г. Еврохим уже пытался это сделать, но ФСФР отклонила данную инициативу.

С нашей точки зрения, вероятность принудительного выкупа по цене, близкой к рыночной (около \$6 за одну обыкновенную акцию) является высокой, поэтому мы рекомендуем держать акции Ковдорского ГОКа.

ЛЕБЕДИНСКИЙ ГОК

ТИКЕР	LGOK
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ДЕРЖАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	165
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	160
ПОТЕНЦИАЛ, %	3%

Мсар, \$ млн.	2 992
EV, \$ млн.	3 236

Обыкновенные акции	
кол-во	18 698 704
дивиденды, RUR	61,04
дивидендная доходность	1,5%*

Привилегированные акции	
кол-во	-
дивиденды, RUR	-
дивидендная доходность	-

* 2005 г.

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ		%
ЗАО «Газметалл»		86,55%
Sitbon Investments Limited		12,85%

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	924,0	952,3	3%
ЕБИТДА	529,1	464,1	-12%
Чистая прибыль	403,4	314,1	-22%

P/S	3,0	3,0	-
EV/ЕБИТДА	5,7	6,7	-
P/E	6,9	9,2	-

Лебединский ГОК (ЛГОК) — является ведущим производителем ЖРС в России, на долю которого приходится 21% внутреннего рынка. Комбинат расположен в Белгородской области и разрабатывает открытым способом два месторождения: Лебединское с запасами В+С1 — 2 442,04 млн. т. и Стойло-Лебединское с запасами В+С1 — 2 383,47 млн. т. (оба по состоянию на 01.01.06 г.). При текущем уровне добычи запасов хватит примерно на 95 лет.

Основные виды товарной продукции комбината: железорудный концентрат, окатыши железорудные и брикеты железной руды (железо горячебрикетированное).

Структура собственности

81,51% акций принадлежит ЗАО «Газметалл», структуре, близкой к горно-металлургическому холдингу Металлоинвест.

Производственные результаты

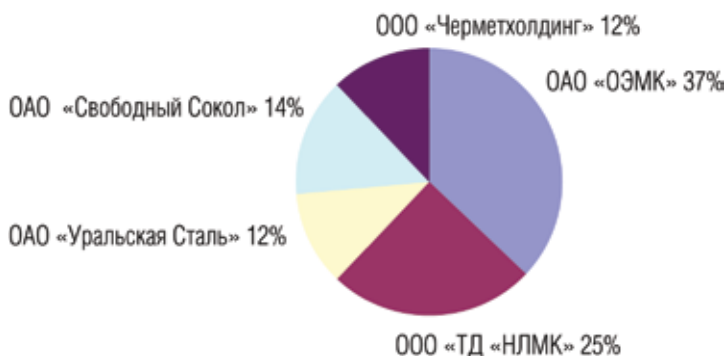
ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2004	2005	2006	06/05, %
Добыча кварцитов, млн. т.	47,58	48,90	49,97	+2,2%
Производство концентрата, млн. т.	20,07	20,56	21,01	+2,2%
Производство окатышей, млн. т.	9,63	10,01	10,01	+0,1%
Производство брикетов железной руды, млн. т.	1,00	0,94	1,00	+6,8%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

По итогам 2006 г. комбинат незначительно увеличил производство по всем видам продукции. В 3-м квартале 2006 г. поставки продукции на внутренний рынок составили 42%, на внешний рынок 58%. Доля внутреннего рынка в выручке составила 50,6%, внешнего рынка — 49,4%. Распределение доли выручки в пользу внутреннего рынка при меньших объемах реализации произошло из-за более высоких цен ЖРС на внутреннем рынке в 2006 г.

Среди покупателей выручка распределилась следующим образом:

ОСНОВНЫЕ ПОТРЕБИТЕЛИ ПРОДУКЦИИ



Источник: данные компании.

ЛЕБЕДИНСКИЙ ГОК

География рынка сбыта железорудной продукции на экспорт в последние годы существенно не менялась, отгрузка осуществлялась морским путем в страны Европы и Азии и железнодорожным транспортом в страны Европы.

Основные зарубежные партнеры компании:

- ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича», Украина;
- ОАО «Азовсталь», Украина;
- АО «Дунаферр Дунайский МК», Венгрия;
- «Миталл Стил Острава», Чехия;
- «ЮС Стил Кошице», Словакия;
- «Миталл Стил Поланд», Польша.

Тенденции развития

Основные проекты развития ЛГОК:

1. Строительство установки ЦГБЖ-2, производительностью 1,4 млн.т./год горячбрикетированного железа по технологии прямого восстановления железа «Midrex». Капитальные затраты на проект составляют свыше \$400 млн., из которых освоено 65%. Ввод объекта в эксплуатацию запланирован на 2-й квартал 2007 г.

2. Строительство 3-ей и 4-ой очередей ЦГБЖ.

После завершения строительства и пуска в промышленную эксплуатацию ЦГБЖ-2 будет принято решение о возможном строительстве третьей и четвертой очередей цеха горячбрикетированного железа. С вводом их в эксплуатацию ЛГОК станет мировым лидером по производству металлургического сырья, доведя объемы его производства до 5,5 млн. т./год. Реализация проектов ЦГБЖ оценивается более \$1 млрд.

3. Строительство 22 секции обогащения концентрата.

Увеличивая производство металлургической продукции, ЛГОК намерен сохранить свою долю на рынке традиционного ЖРС (концентрат и окатыши). Программой перспективного развития комбината предусмотрено строительство 22 секции обогащения, что позволит увеличить годовое производство рядового концентрата до 23 млн.т.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млн. руб.	2003	2004	2005	2006E	06/05, %
Выручка	9 630,3	21 726,3	26 143,8	25 891,8	-1%
ЕБИТДА	2 232,8	12 236,4	14 971,4	12 618,9	-16%
ЧП	471,5	8 688,3	11 413,2	8 538,9	-25%
Рентабельность ЕБИТДА, %	23,2%	56,3%	57,3%	48,7%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	4,9%	40,0%	43,7%	33,0%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

Мы ожидаем в 2006 г. сохранения прежних объемов выручки компании. Показатели ЕБИТДА и чистой прибыли могут снизиться на 16% и 25% соответственно. Данное снижение показателей вызвано ростом себестоимости продукции.

МИХАЙЛОВСКИЙ ГОК

ТИКЕР	МГОК
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ДЕРЖАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	345
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	380
ПОТЕНЦИАЛ, %	-9%

ТИКЕР	МГОКР
РЕКОМЕНДАЦИЯ	ДЕРЖАТЬ
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, \$	259
ТЕКУЩАЯ ЦЕНА, \$	290
ПОТЕНЦИАЛ, %	-11%

Мсар, \$ млн.	2 627
EV, \$ млн.	2 898

Обыкновенные акции	
кол-во	6 240 808
дивиденды, RUR	1,8
дивидендная доходность	0,02%*

Привилегированные акции	
кол-во	880 268
дивиденды, RUR	1,8
дивидендная доходность	0,02%*

* 2005 г.

ОСНОВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ		%
ОАО «Лебединский ГОК»		72,22%
ОАО «ОЭМК»		8,06%
ООО «Рудметпром»		17,53%

\$млн.	2005	2006E	06/05, %
Выручка	941,0	969,3	3%
ЕБИТДА	427,3	361,5	-15%
Чистая прибыль	287,5	269,2	-6%

P/S	2,6	2,6	-
EV/ЕБИТДА	6,3	7,8	-
P/E	8,5	9,4	-

Михайловский ГОК (МГОК) производит примерно 20% ЖРС России и является одним из крупнейших предприятий горно-добывающей промышленности России, владеющее крупнейшими в мире запасами железной руды (около 11 млрд. тонн).

Данный уровень запасов и текущий производства способны обеспечить стабильную работу предприятия сроком около 250 лет. Комбинат разрабатывает Михайловское месторождение Курской магнитной аномалии. К основным видам продукции относятся: аглоруда (52,0% Fe), концентрат (66,0% Fe) и окатыши (62,0% Fe).

Структура собственности

Согласно официальному сообщению компании, Лебединский ГОК в рамках формирования сырьевого дивизиона группы Металлоинвест, увеличил свою долю в Михайловском ГОКе с 4,23% до 72,22%. При этом доля обыкновенных акций Михайловского ГОКа, принадлежащая Лебединскому ГОКу, выросла до 79,10%. Доля ОЭМК, также входящего в Газметалл, в уставном капитале составляет 8,06%, ООО «Рудметпром» 17,53%.

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2004	2005	2006	06/05, %
Добыча руды, млн. т.	47,63	42,51	48,00	+13,2%
Концентрат железорудный, млн. т.	16,60	15,17	17,11	+13,2%
Окатыши, млн. т.	8,81	8,51	9,69	+13,9%
Аглоруда, млн. т.	1,50	1,23	2,22	+78,6%
Руда доменная, млн. т.	0,51	0,50	0,75	+49,8%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2006 г. МГОК добыл около 48 млн. т. руды и произвел 2,22 млн. т. аглоруды, 17,11 млн. т. концентрата и 9,69 млн. т. окатышей.

Основные потребители продукции комбината на внутреннем рынке:

ОСНОВНЫЕ ПОТРЕБИТЕЛИ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ



Источник: данные компании.

МИХАЙЛОВСКИЙ ГОК

Основные направления экспорта:

ОСНОВНЫЕ ПОТРЕБИТЕЛИ НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ



Источник: данные компании.

Тенденции развития

Программа модернизации производства на ближайшие годы предусматривает:

1. Флотационное дообогащение магнетитового концентрата. Строительство отделения флотации позволит производить дообогащенный магнетитовый концентрат объемом 4 млн. тонн по сухому весу. Реализация проекта флотации позволит Михайловскому ГОКу производить окатыши повышенного качества с массовой долей Fe общ. 66,5% и SiO₂ на уровне 4,5–5,0%.

2. Обогащение гематитового концентрата. В перспективе ожидается производство 3 млн. тонн гематитового концентрата с массовой долей SiO₂ ниже 6,3%.

3. Реконструкция и модернизация фабрики окомкования (ФОК). В результате реконструкции ФОК в 2006 году производство окатышей достигнет 9,46 млн. тонн в год при проектной мощности 6,2 млн. тонн. В настоящий момент разрабатывается второй этап реконструкции ФОК, цель которого — увеличение объема проектных мощностей до уровня 10 млн. тонн окатышей в год и снижение удельных расходов газа и электроэнергии.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млн. руб.	2003	2004	2005	2006Е	06/05, %
Выручка	12 111,9	23 652,1	26 623,6	26 354,5	-1%
ЕВITDA	1 042,8	9 966,0	12 090,8	9 828,2	-19%
ЧП	224,4	6 956,4	8 134,3	7 319,5	-10%
Рентабельность ЕВITDA, %	8,6%	42,1%	45,4%	38,9%	-
Рентабельность чистой прибыли, %	1,9%	29,4%	30,6%	27,8%	-

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

МИХАЙЛОВСКИЙ ГОК

В 2006 г. мы ожидаем выручку на прежнем уровне или незначительное снижение по отношению к 2005 г. Показатели EBITDA и чистая прибыль снизятся на 19% и 10% соответственно, что связано с более низкими ценами на продукцию и ростом себестоимости продукции.

Михайловский ГОК по мультипликаторам EV/EBITDA и EV/добыча торгуется на уровне западных аналогов. Сейчас происходит реорганизация активов в рамках холдинга «Металлоинвест» (ЗАО «Газметалл»), в результате чего около 70% акций досталось — Лебединскому ГОКу, а еще 30% — ОЭМК. Цель проводимых реорганизаций — сделать ЗАО «Газметалл» ядром холдинга с двумя дивизионами: железорудного сырья и стали.

КОМБИНАТ КМАРУДА

Комбинат КМАруда – осуществляет подземную добычу железистых кварцитов Коробковского месторождения Курской магнитной аномалии и переработку их в железорудный концентрат (66,05% Fe).

Структура собственности

По данным СМИ, в октябре 2006 г. НЛМК продал 92,04% акций комбината КМАруда за \$300 млн: 62,04% ОАО «Кокс», входящему в «Промышленно-металлургический холдинг», и 30% акций Lesser Enterprises Limited.

Производственные результаты

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ПРОДУКЦИИ				
Наименование	2004	2005	2006	06/05, %
Добыча руды, млн. т.	3,95	3,96	4,02	+1,5%
Железорудный концентрат, млн. т.	1,81	1,82	1,85	+1,6%

Источник: данные компании, расчеты ГК «Регион».

В 2005 г. комбинат КМАруда добыл 4,018 млн. т. руды и произвел 1,85 млн. т. железорудного концентрата. До продажи комбината основным потребителем производимой продукции был НЛМК, в данный момент, вероятно, это будет Тулачермет.

Тенденции развития

В данный момент значительных изменений в деятельности комбината не предвидится. Объем производства должен оставаться на прежнем уровне.

ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),
(095) 264 4372 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб. 534; e-mail: orlovskiy@renm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб. 303; email: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; email: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; email: lenash@regnm.ru),

Крищенко Богдан (доб. 580; email: valentine@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; email: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб. 471; email: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб. 575; email: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб. 549; email: nesterova@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб. 547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Начальник управления:

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

Долговой рынок:

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Фондовый рынок:

Константин Гуляев (доб. 140; e-mail: gulyaev@region.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; email: smalyshev@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; email: she_dv@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭСМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА — высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 975 24 48

www.region.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.