



Российские ГОКи

Железной поступью!

Карельский окатыш

Коршунловский ГОК

Оленегорский ГОК

Стойленский ГОК

Российские ГОКи: железной поступью!

Инвестиционное заключение

Предприятия, занимающиеся добычей и переработкой железной руды и обеспечивающие железорудным сырьем (ЖРС) сталелитейные предприятия России, а проще говоря, горно-обогатительные комбинаты (ГОКи), на наш взгляд, в настоящее время являются одной из наиболее перспективных идей в секторе российских металлургических бумаг. Мы рекомендуем инвесторам покупать акции Оленегорского ГОКа, Карельского окатыша и Коршуновского ГОКа, и держать акции Стойленского ГОКа.

Справедливые цены и рекомендации

Компания	P/S	EV/EBITDA	P/E	Текущая цена, \$	Справедливая цена, \$	Потенциал роста	Рекомендация
Оленегорский ГОК	1.14	2.69	4.00	597.5	1207.1	102%	Покупать
Карельский окатыш	1.60	4.60	5.73	1132.5	1783.7	58%	Покупать
Коршуновский ГОК	1.58	2.69	4.56	2010	3579.9	78%	Покупать
Стойленский ГОК	2.85	4.05	5.02	745	1322.2	77%	Держать

Источник: данные компаний, расчеты АнтантаГлобал

Основная причина нашего оптимизма – это очередное повышение цен на ЖРС, которое, по всей вероятности, произойдет в результате переговоров главных поставщиков этой продукции (бразильские и австралийские горнодобывающие гиганты CVRD, BHP Billiton и Rio Tinto) и ее главных потребителей – китайских и японских металлургов (Baosteel и Nippon Steel). Мировая металлургическая общественность ждет существенного роста цен. По крайней мере, цены на железорудное сырье начали активно расти с осени, что было спровоцировано высоким спросом в Китае и Индии. Так, на китайском спотовом рынке стоимость одной тонны железорудного концентрата осенью выросла почти на 90%!

Многие эксперты дают радужные прогнозы, предрекая рост контрактных цен на 30%, а то и 50%. Мы не исключаем, что такой вариант развития событий вполне реален, однако статистика говорит о том, что в 2008 г. рост цен не должен быть слишком бурным. Главные причины: замедление темпов производства стали в Китае, снижение темпов импорта ЖРС в Поднебесную, а также существенный рост добычи в самом Китае. Учитывая все эти фактора, мы даем свой консервативный прогноз по изменению стоимости контрактов на поставку руды. Мы полагаем, что цены будут увеличены на 15%. Тем не менее, при таком не столь значительном повышении цен российские горнорудные компании выглядят достаточно дешево и привлекательно по сравнению с другими компаниями отрасли.

Положительные факторы

- ▶ Благоприятная ценовая конъюнктура.
- ▶ Относительная дешевизна по коэффициентам.
- ▶ Явная недооцененность ГОКов российским фондовым рынком.
- ▶ На большинстве предприятий реализуются инвестиционные программы, за счет чего растет производство и увеличивается качество продукции.
- ▶ Все ГОКи входят в состав крупных металлургических холдингов, что делает стабильным сбыт ЖРС.

Возможные риски

- ▶ Нельзя не признать, что существует вероятность принудительного выкупа со стороны головной компании по ценам, которые могут и не устроить миноритарных акционеров
- ▶ Низкий уровень ликвидности.
- ▶ Снижение цен на ЖРС в долгосрочной перспективе.

По нашему мнению, всем горно-обогатительным комбинатам рано или поздно предстоит принудительный выкуп акций у миноритариев главным акционером. Эта идея может быть интересна, поскольку, по нашим оценкам, российские металлургические холдинги в настоящее время достигли такого уровня развития и получили за последние годы такие прибыли, что им нет смысла ссориться с миноритарными акционерами и, что называется, гнаться за копеечкой. Поэтому мы полагаем, что выкупы будут осуществляться по «хорошим» ценам.

Хороший пример, кстати, подала Evraz Group, которая выкупала акции ЗСМК, НТМК, а также Высокогорского и Качканарского ГОКов с небольшой премией к рынку. Мы полагаем, что в настоящее время сохраняется достаточно высокая вероятность того, что, когда настанет время принудительной оферты, остальные наши крупные металлурги поступят аналогичным образом. Отметим, что, по нашему мнению, наиболее близок выкуп акций Стойленского ГОКа, ведь НЛМК владеет уже около 97% акций компании.

Что касается бумаг Стойленского ГОКа, то НЛМК в любой момент может объявить принудительный выкуп акций. В этом случае потенциал роста курсовой стоимости акций СГОКа не будет реализован, поскольку, по нашим оценкам, максимальная премия к рынку объявленной цены в лучшем случае не превысит 15%. Именно поэтому мы поставили рекомендацию «держаться» по этой бумаге.

Отметим, что у НЛМК есть положительный опыт выкупа акций у миноритариев с Алтай-Коксом. В частности, оферта была объявлена в декабре 2007 г., и она составила 12.5 руб. (около \$0.5), что соответствовало рыночным котировкам. Однако, по нашему мнению, информация, если не о величине оферты, то по крайней мере о том, что она будет существенно выше котировок, просочилась на рынок в конце октября 2007 г., когда стоимость акций Алтай-Кокса выросла в 2 раза – как раз до уровня \$0.5 без каких-либо значимых новостей. Компания тогда отчиталась об итогах работы за 9 месяцев 2007 г., и результаты действительно были хорошие, однако, на наш взгляд, это не могло привести к 100%-му росту котировок.

Также одним из драйверов роста может стать дешевизна ГОКов по мультипликаторам. Например, по средневзвешенному коэффициенту EV/EBITDA компания торгуется существенно дешевле как зарубежных аналогов, так и российских металлургических компаний. Это ясно показывает недооцененность российских комбинатов фондовым рынком. Правда, оговоримся, что этого в той или иной степени не позволял сделать низкий уровень ликвидности ГОКов.

В то же время мы полагаем, что оценивать ГОКи по методу сравнения рыночных мультипликаторов не имеет смысла, поскольку в России аналогов нет, и компании пришлось бы сравнивать сами с собой, а за рубежом подобные компании (CVRD, BHP Billiton, Rio Tinto) имеют слишком высокую степень диверсификации бизнеса, где помимо руды существенную долю занимают алюминий, никель, медь и др.

Сравнение российских ГОКов с зарубежными аналогами и ведущими российскими меткомпаниями, 2007 г.

	Капитализация, \$ млн	EV, \$ млн	Выручка, \$ млн	ЕВITDA, \$ млн	Чистая прибыль, \$ млн	P/S	EV/ЕВITDA	P/E	EV/S
Оленегорский ГОК	330.9	330.9	290.1	122.8	82.8	1.14	2.69	4.00	1.14
Карельский окатыш	1 241.7	1 408.0	774.3	306.2	216.5	1.60	4.60	5.73	1.82
Коршунковский ГОК	502.8	502.2	317.5	186.4	110.2	1.58	2.69	4.56	1.58
Стойленский ГОК	2 320.2	2 309.0	814.8	570.0	462.4	2.85	4.05	5.02	2.83
<i>Средневзвешенное по ГОКа</i>						2.00	3.84	5.04	2.07
BHP Billiton	140 702.3	149 659.3	47 473.0	22 950.0	13 675.0	2.96	6.52	10.29	3.15
Rio Tinto	122 063.2	125 987.2	24 110.0	10 222.0	6 506.0	5.06	12.33	18.76	5.23
CVRD	127 105.4	146 641.8	33 087.9	18 054.7	10 382.1	3.84	8.12	12.24	4.43
<i>Средневзвешенное по зарубежным аналогам</i>						3.72	8.24	12.76	4.03
ММК	12 515.2	11 322.9	8 052.0	2 555.9	1 881.9	1.55	4.43	6.65	1.41
НЛМК	25 890.7	21 696.3	7 218.0	3 255.0	1 757.2	3.59	6.67	14.73	3.01
Мечел	10 614.9	12 451.0	5 630.6	1 491.8	843.7	1.89	8.35	12.58	2.21
Evraz Group	18 101.4	21 389.1	8 292.0	2 604.0	1 385.0	2.18	8.21	13.07	2.58
Северсталь	21 816.7	23 653.9	14 198.6	3 918.7	1 910.2	1.54	6.04	11.42	1.67
<i>Средневзвешенное по российским аналогам</i>						2.05	6.55	11.43	2.09

Источник: данные компаний, расчеты АнтантаГлобал

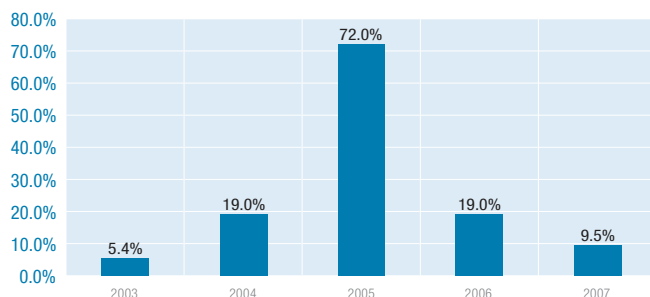
В итоге повторим, что мы считаем горно-обогатительные комбинаты России в настоящее время одним из наиболее выгодных вложений средств среди акций металлургических компаний второго или даже третьего эшелона. Это относится к Оленегорскому, Коршунковскому и Стойленскому ГОКа, а также к Карельскому окатышу. Мы рекомендуем покупать эти бумаги. Акции Стойленского ГОКа мы рекомендуем держать.

Формирование цен на мировом рынке железной руды

«БОЛЬШАЯ ТРОЙКА» VS. КИТАЙ: БОРЬБА ЗА КАЖДЫЙ ДОЛЛАР

Исторически сложилось, что ценообразование на мировом рынке железной руды практически полностью зависит от двух сил. Во-первых, это ведущие поставщики сырья – бразильская компания CVRD и австралийские Rio Tinto и BHP Billiton (контролируют около 75% мирового рынка ЖРС), во-вторых, крупнейшие китайские и японские производители стали. В начале каждого года стороны садятся за стол переговоров и обсуждают цены контрактов на поставку железорудного сырья в Китай и Японию.

Темпы роста контрактных цен на ЖРС по результатам переговоров поставщиков и металлургов, %



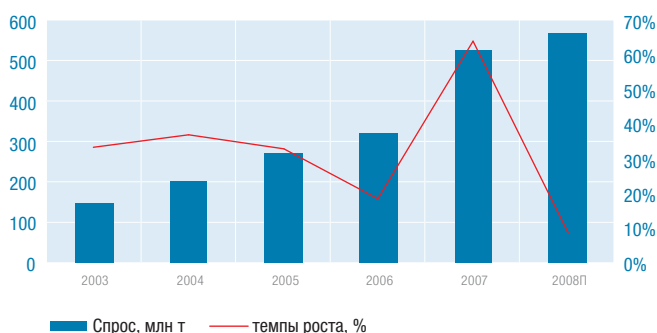
Источник: СМИ

Наиболее сильный рост произошел в 2005 г., когда цены взлетели на 72%. Затем каждый год переговоры шли очень трудно, стороны торговались буквально за каждый доллар, но тенденция снижения темпов роста уже наметилась. Вместе с тем есть достаточно веские основания полагать, что в 2008 г. мы увидим очередное и весьма существенное подорожание железорудного сырья.

Рост потребления стали в Китае – основная причина ценовой гонки

Следует отметить, что впечатляющий рост, который демонстрирует китайская экономика в последние годы, безусловно, не мог не вызвать громадный рост потребления стали в стране. Поскольку собственная ресурсная база в Китае пока практически не развита и не способна удовлетворять потребности местных металлургов, приходится искать спасения в импортном сырье. Его поставщики, видя растущий спрос в Китае, каждый год ставят новые ценовые условия.

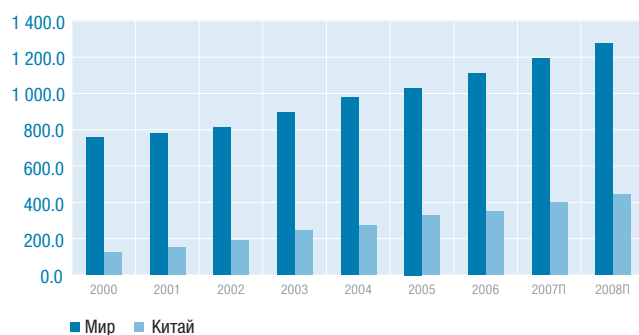
Спрос на ЖРС, поставляемое морем (seaborn), в Китае, млн т



Источник: CVRD, СММ, оценки АнтангаГлобал

Нельзя не учитывать и тот факт, что с 2006 г. темпы роста видимого потребления стали в Китае стали снижаться. Так, если в 2005 г. этот показатель вырос на 20%, то в 2006 г. он составил уже около 9%. По расчетам International Iron&Steel Institute (IISI), в 2007 г. и 2008 г. рост потребления стали в Поднебесной составит 11.4% и 11.5% соответственно. Общемировые темпы роста, по прогнозам IISI, будут находиться на уровне 6.8%.

Видимое потребление стали в мире и Китае, млн т



Источник: IISI

Темпы роста видимого потребления стали в Китае и остальном мире, %

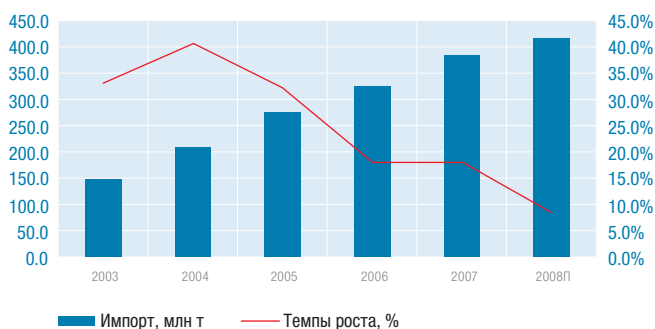


Источник: ISI

Из графиков видно, что тенденция снижения потребления стальной продукции в Китае становится все более четкой. В то же время это совсем не значит, что цены на железорудное сырье перестанут расти. У Китая по-прежнему огромные потребности в руде, которая у него есть, но, во-первых, содержание железа в руде достаточно низкое (около 32-33%), и вследствие этого затраты на ее обогащение достаточно высоки, во-вторых, такова политика государства: «Бережем свое и по максимуму покупаем у других». Чтобы поддерживать отрасль, китайские металлурги вынуждены импортировать бразильскую и австралийскую руду, и на первый взгляд ее производители могут выставлять любые условия, укладываемые в разумные рамки, и в Китае их вроде бы должны принимать.

Вместе с тем нельзя не отметить тот факт, что темпы роста импорта железной руды в Китай год от года падают. Так, по прогнозам Китайской ассоциации чугуна и стали (CISA), в 2008 г. импорт железорудного сырья в страну составит около 415 млн т, что на 8.3% больше, чем в 2007 г. Между тем в 2007 г. по сравнению с 2006 г. темпы роста составляли около 18%.

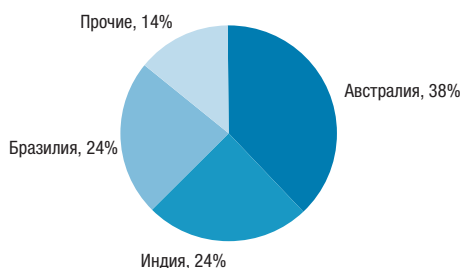
Импорт ЖРС в Китай, 2003-2008П



Источник: Chinese Iron&Steel Association (CISA)

Главным импортером ЖРС в Китай сегодня является Австралия (Rio Tinto и BHP Billiton): ее доля составляет 38%. Основная причина – удобное географическое положение. За ней следуют Бразилия и Индия, имеющие, соответственно, по 24%. Интересен тот факт, что за последние годы доля бразильской руды несколько снизилась (с 26%), а индийской, где Китаю покупать руду намного выгоднее, чем в Бразилии, – увеличилась (с 22%).

Структура импорта ЖРС в Китай, 2007



Источник: АРЖКОМ, СММ, оценки АнтантаГлобал

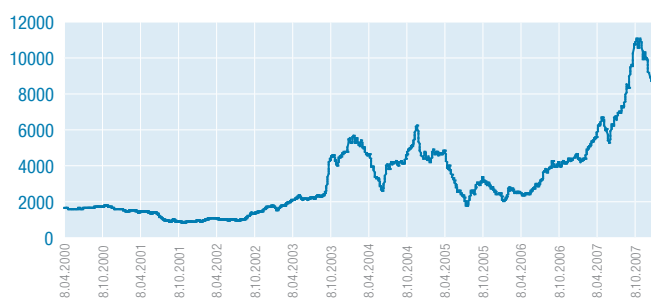
И есть еще один фактор, который заставляет усомниться в том, что в долгосрочной перспективе стоимость поставляемой в Китай руды будет расти. Несмотря на бедность местных руд, китайские власти могут в определенный момент времени дать команду развивать собственную ресурсную базу, тем более что средства на это у государства есть. Вполне возможно, что это произойдет в тот момент, когда стоимость поставляемой руды превысит возможные затраты на обогащение китайского сырья. По некоторым оценкам, такие затраты в Китае составляют около \$120 на тонну добываемой руды, плюс около \$40 тратиться, собственно, на саму добычу. Иными словами, стоимость производства такого концентрата составит \$160 плюс затраты на энергию, топливо и перевозку. Кстати, для сравнения, в Бразилии затраты на обогащение руды составляют около \$50-60 на тонну, а стоимость добычи – около \$10.

По данным CISA, в 2007 г. импорт ЖРС в Китай в стоимостном выражении составил около \$34 млрд, то есть примерно \$90 за тонну. В 2008 г., по некоторым данным, стоимость поставляемого в Китай ЖРС может превысить \$110. Таким образом, можно сделать вывод, что в ближайшие несколько лет стоимость руды будет, скорее всего, расти. Есть правда, вероятность того, что Китай может купить одну из трех компаний-гигантов, и это может сильно ударить по мировым ценам. Подобные предположения, тем не менее, пока остаются из области гаданий на кофейной гуще.

СТОИМОСТЬ ПЕРЕВОЗКИ – ОЧЕРЕДНОЙ ПОВОД ДЛЯ РОСТА ЦЕН НА РУДУ?

Еще одним существенным аргументом в руках производителей руды являются очень сильно выросшие в 2007 г. цены на перевозку грузов, в том числе и руды, морским путем. Так, в прошлом году индекс цен на перевозку сыпучих грузов морским транспортом увеличился на 122% на ожиданиях роста мировых цен на руду и уголь.

Динамика индекса Baltic Dry, 2000-2007



Источник: Bloomberg

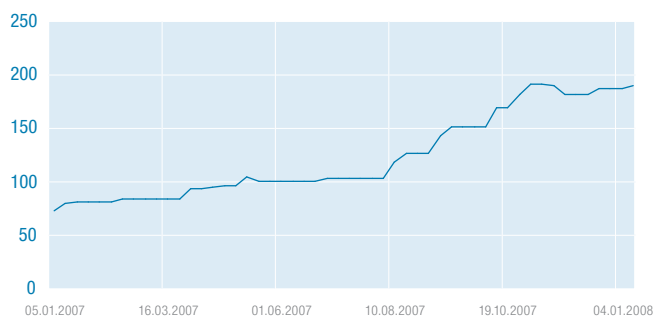
Как видно из графика, в начале 2008 г. цены начали снижаться. В качестве одной из главных причин называется возможное затягивание переговоров по ценам на руду. Кроме того, на наш взгляд, снижение ставок будет обусловлено избытком судов перевозящих грузы.

В любом случае аргумент роста стоимости перевозок может не показаться китайским и японским металлургам достаточно убедительным для того, чтобы согласиться на 50%-ное повышение цен. За последние годы горнодобывающие компании получили колоссальную прибыль за счет Китая и Японии, поэтому в этом плане их позиция на переговорах, на наш взгляд, будет достаточно жесткой.

ПРОГНОЗ ЦЕН НА ЖРС НА 2008-2009 ГГ.

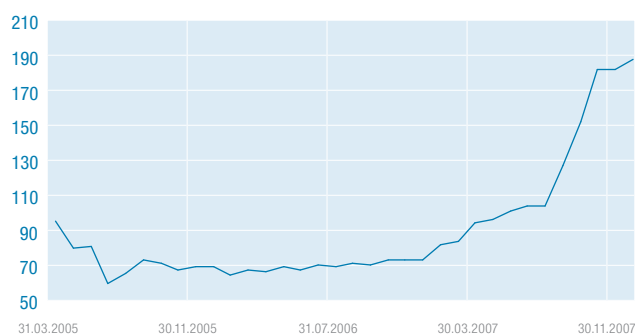
Очевидно, что в 2008 г. стоимость контрактов на поставку железной руды в Китай из Австралии и Бразилии увеличится. Основная причина – это остающийся на высоком уровне спрос на ЖРС в Поднебесной. По крайней мере, спотовые цены на железорудный концентрат на китайском рынке начали расти уже в августе, и сейчас приближаются к \$200 за тонну концентрата.

Стоимость руды на спотовом рынке в Китае, 2007-2008



Источник: Bloomberg

Среднемесячные цены на руду на спотовом рынке Китая в 2005 г. – начале 2008 г., \$/т



Мы полагаем, что математически точно спрогнозировать уровень роста стоимости контрактов на поставку руды в Китай в 2008 г. довольно сложно, поскольку, по нашему мнению, этот показатель будет зависеть не столько от роста спроса, импорта или ВВП Китая, сколько от переговоров между китайскими потребителями (Baosteel) и австралийскими и бразильскими поставщиками, от способности сторон договариваться и от их искусства дипломатии.

Мы построили модель баланса потребления железной руды китайской металлургической отрасли, чтобы иметь примерное представление о том, как может измениться цена ЖРС в 2008 г. Мы пришли к выводу, что объективно 30-50%-ное повышение стоимости контрактов на руду по меньшей мере не совсем адекватно текущей ситуации.

Баланс потребления руды в Китае

	2004	2005	2006	2007	2008П
Производство стали, млн т	281.0	356.0	423.0	580.0	650.0
Импорт руды в Китай, млн т	208.0	275.3	325.0	383.1	408.0
Темп роста, %	41%	32%	18%	18%	7%
Производство руды в Китае, млн т	289.5	353.0	588.0	712.0	810.0
Темп роста, %	16%	22%	67%	21%	14%
Потребность Китая в руде, млн т	497.5	628.3	913.0	1095.1	1218.0
Расход руды на тонну стали, т	1.8	1.8	2.2	1.9*	1.9
Рост потребности Китая в руде, %	25%	26%	45%	20%	12%
Рост цен	19%	72%	19%	10%	15%

* - средневзвешенное за 5 лет.
Источник: CISA, IISI, оценки Антанга/Глобал

Как видно из таблицы, благодаря росту внутреннего производства руды, а также замедлению темпов выплавки стали, рост потребности китайской металлургии в привозной железной руде также снижается. По прогнозам CISA, производство ЖРС в Китае в 2008 г. составит около 810 млн т, соответственно, темпы увеличения импортных поставок сырья могут снизиться с 17% в 2007 г. до 7%. И это без учета запасов руды, которые, по некоторым данным, делали китайские металлурги в течение прошлого года.

Львиную долю объемов своей руды Китай может держать в качестве запасов, оставляя большую часть для импортных поставок, поскольку сегодня привозная руда дешевле китайской. В этом случае в определенный момент рынку руды грозит неизбежное падение, когда Китай начнет использовать накопленные запасы в ущерб импорту.

Сопоставляя данные о росте потребности Китая в железорудном сырье, ежегодном росте цен за последние 4 года, а также учитывая все вышеизложенные факторы, мы пришли к выводу, что оптимистичный прогноз, подразумевающий рост контрактных цен от 30% до 50%, было бы делать преждевременно. **На наш взгляд, увеличение стоимости контрактных цен на железорудное сырье составит около 15%.**

Многие эксперты полагают, что увеличение стоимости ЖРС продолжится и в будущем, однако мы придерживаемся более консервативных позиций, учитывая склонность металлургической отрасли к цикличности, а также признаки снижения импорта руды в Китай, и считаем, что цены останутся примерно на уровне 2008 г., а вот в дальнейшем не исключена коррекция. По нашим оценкам, снижение цен возможно с 2010 г., когда темпы роста потребления импортного сырья в Китае будет близок к нулю.

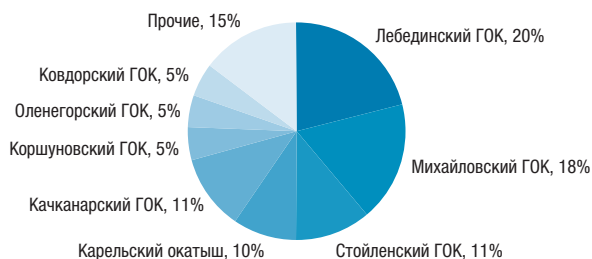
Мы считаем, что цены на российском рынке, то есть цены, по которым ГОКи отгружают железорудное сырье в адрес основных потребителей, будут расти такими же темпами, как и мировые цены. По крайней мере, исторически сложилось именно так. Поэтому в наши модели мы заложили 15%-ный рост отпускных цен в 2008 г., стабилизацию в 2009 г. и постепенное снижение цен на концентрат и окатыши, начиная с 2010 г.

Горнорудная отрасль России

ОСНОВНЫЕ ИГРОКИ

В России на сегодняшний день существует несколько довольно крупных горно-обогатительных комбинатов с объемами производства более 10 млн т железорудного концентрата в год. Лидером отрасли является Лебединский ГОК, который входит в структуру Алишера Усманова Металлоинвест и производит около 21-22 млн т концентрата ежегодно, занимая 20% всероссийского производства железорудного сырья.

Структура российского производства ЖРС, 2006



Источник: данные компаний, Госкомстат, оценки АнтангаПиоглобал

Необходимо отметить, что все российские крупные предприятия железорудной отрасли входят в состав вертикально интегрированных холдингов. По нашему мнению, наиболее сильным железорудным сегментом обладает, безусловно, холдинг Алишера Усманова Металлоинвест, которому принадлежат крупнейшие ГОКи – Михайловский и Лебединский.

Структура собственности на российском рынке ЖРС, 2007



Источник: данные компаний, оценки Антанта/Логлобал

Мы полагаем, что процессы глобализации, которые происходили в отрасли несколько лет назад, практически полностью завершены. Более того, мы придерживаемся того мнения, что в ближайшие годы эти предприятия окончательно уйдут с фондового рынка, поскольку стратегия хозяев однозначно нацелена на консолидацию 100% пакетов на собственном балансе. Вместе с тем, пока еще есть возможность, на наш взгляд, инвесторам стоит воспользоваться ею и войти в бизнес российских горнодобывающих комбинатов.

РЕСУРСНАЯ БАЗА

По данным U.S. Geological Survey, Россия занимает 2 место в мире после Украины по величине подтвержденных запасов железной руды. Так, доля РФ в общемировых подтвержденных запасах составляет около 16%.

Мировые запасы железной руды, 2006

Страна	Железная руда, млрд т		Содержание Fe, млрд т		Содержание Fe, %	
	Подтвержденные запасы	Общие запасы	Подтвержденные запасы	Общие запасы	Подтвержденные запасы	Общие запасы
Украина	30.0	68.0	9.0	20.0	30%	29%
Россия	25.0	56.0	14.0	31.0	56%	55%
Бразилия	23.0	61.0	16.0	41.0	70%	67%
Китай	21.0	46.0	7.0	15.0	33%	33%
Австралия	15.0	40.0	8.9	25.0	59%	63%
Казахстан	8.9	19.0	3.3	7.4	37%	39%
Индия	6.6	9.8	4.2	6.2	64%	63%
Прочие	30.5	70.2	16.6	34.4	54%	49%
Всего	160.0	370.0	79.0	180.0	49%	49%

Источник: U.S. Geological Survey

Надо сказать, что Россия имеет достаточно мощную минерально-сырьевую базу железных руд, за счет чего отечественные металлурги практически обеспечены собственным сырьем. Россия по состоянию на 2006 г. насчитывает 175 коренных месторождений железных руд с балансовыми запасами по категориям A+B+C1 около 56 млрд т (содержание Fe - около 36%). По категории C2 балансовые запасы составляют около 44 млрд т.

Наиболее существенную долю в запасах железной руды в РФ занимают железистые и магнетитовые кварциты (более 51% от запасов по А+В+С₁). Далее следуют магнетитовые (около 15%), титаномагнетитовые (около 13%) и богатые гематитомартитовые (около 12%) руды.

Структура российских запасов по промышленным видам железных руд, млн т

Вид руды	Содержание Fe, %	Запасы (А+В+С ₁) на начало 2006 г.		Запасы по категории С ₂
		Всего	% к запасам	
Железистые кварциты	35.0%	30 970.0	55.7%	12 758.0
из них магнетитовые	34.7%	28 661.0	51.6%	11 763.0
Магнетитовые	34.5%	8 164.0	14.7%	2 614.0
Титаномагнетитовые	17.7%	7 159.0	12.9%	5 334.0
Богатые гематитомартитовые	60.0%	7 008.0	12.6%	22 079.0
Гематитовые	40.2%	855.0	1.5%	562.0
Сидеритовые	32.4%	853.0	1.5%	367.0
Бурые железняки	43.2%	372.0	0.7%	35.0
Железохромоникелевые	33.2%	192.0	0.3%	120.0
Всего		55 573.0		43 869.0

Источник: Infomine, Государственный баланс запасов РФ

Наиболее крупные залежи железных руд расположены в Центральном федеральном округе России – около 60% от общих балансовых запасов по категориям А+В+С₁. Всего же, помимо Центрального ФО, можно выделить еще Уральский и Сибирский регионы, где зафиксированы, соответственно, 15% и 13% общих запасов.

Региональная структура российских запасов железных руд

	Количество месторождений	Балансовые запасы		
		А+В+С ₁	% к общим запасам	С ₂
Центральный ФО	19	32 998	59.4%	32 262
Уральский ФО	50	8 302	14.9%	5 354
Сибирский ФО	59	7 278	13.1%	3 148
Дальневосточный ФО	23	4 453	8.0%	2 572
Северо-Западный ФО	17	2 277	4.1%	403
Приволжский ФО	26	265	0.5%	130
Всего		55 573		43 869

Источник: Infomine, Государственный баланс запасов РФ

Карельский окатыш

ЖРС с высокой добавленной стоимостью

Россия
Металлургия

	Выручка (\$ млн)	ЕБИТДА (\$ млн)	Чистая прибыль (\$ млн)	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2006	621.1	223.4	139.1	2.00	6.30	8.93
2007П	774.3	306.2	216.5	1.60	4.60	5.73
2008П	951.3	441.8	305.4	1.31	3.19	4.07

Карельский окатыш – ведущее предприятие России по производству железорудного сырья (ЖРС) более высокого передела – окатышей. По нашей оценке, проведенной по методу дисконтированных денежных потоков, справедливая цена акций Карельского окатыша составляет \$1 783.7, что на 58% превышает текущие котировки. Мы рекомендуем покупать бумаги компании.

- ▶ Карельский окатыш является одним из лидеров российского рынка железорудного сырья и основным предприятием в стране по выпуску ЖРС более высокого передела, чем концентрат, - окатышей. Доля компании в общероссийском выпуске этой продукции находится на уровне 35-37%. Основным потребителем продукции Карельского окатыша является Череповецкий меткомбинат Северстали. ГОК закрывает около 35% потребности предприятия в ЖРС.
- ▶ Основной интригой в этой бумаге, на наш взгляд, может стать возможная обязательная оферта Северстали (доля компании в Карельском окатыше близка к 95%), которая, судя по последним тенденциям, может быть выставлена с небольшой премией к рынку, что даст миноритариям возможность немного заработать. Кроме того, позитивное влияние на котировки бумаг компании могут оказать рост цен на ЖРС и увеличение объемов производства.
- ▶ Объемы производства основной продукции на комбинате в 2007 г. превысили 10 млн т. В стратегию Карельского окатыша входят планы по увеличению производства к 2010 г. на 20% – до 12 млн т. На это планируется потратить около \$115 млн.
- ▶ В 2007 г. Карельский окатыш должен продемонстрировать очень неплохие финансовые показатели, а в 2008 г., по нашим ожиданиям, этот рост продолжится, что будет обусловлено благоприятной рыночной конъюнктурой. Мы полагаем, что в 2008 г. выручка компании увеличится на 18%, ЕБИТДА – на 35%, а чистая прибыль – на 31%. Рентабельность по ЕБИТДА вырастет до 45% против 40% в 2007 г.
- ▶ Основные риски, на наш взгляд, заключаются в небольшой вероятности, что Северсталь предложит обязательную оферту ниже рынка, а также риске снижения цен на железорудное сырье в долгосрочной перспективе.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$1 132.5**

Справедливая цена: **\$1 783.7**

Потенциал роста: **58%**

Тикеры

RTS	karo
MMB5	-
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Ликвидность

Спрэд	2.2%
Акции в обращении	5.25%

Основные акционеры

Северсталь	94.75%
Прочие	5.25%

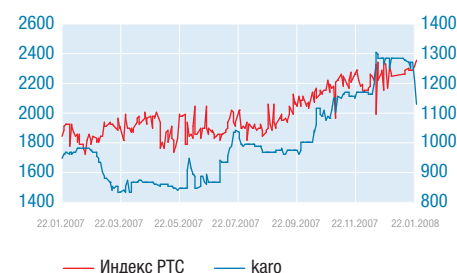
Структура капитала

Цена А0* (\$)	1132.5
Количество А0	1 096 400
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн)	1 241.7
Чистый долг (\$ млн)	166.3
EV (\$ млн)	1 408.0

* в пересчете через GDR (соотношение 1 к 3)

Динамика курса акций

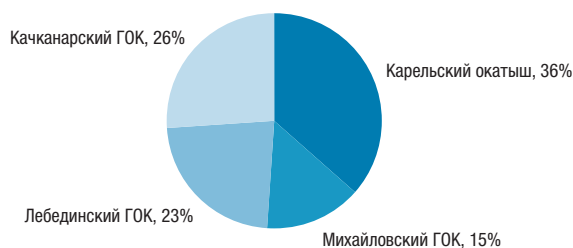
Максимум за 52 недели (\$)	1 132.5
Минимум за 52 недели (\$)	947.3



Краткая информация о компании

Карельский окатыш является одним из крупнейших российских предприятий по производству железорудного сырья высокого передела – окатышей с содержанием железа 65%. Компания занимает около 35-37% в общероссийском выпуске этой продукции и обеспечивает ею главный актив Северстали в России – Череповецкий металлургический комбинат.

Структура рынка окатышей в РФ, 2005



Источник: данные компании, оценки АнтантаГлобал

Горные работы на комбинате ведутся с 1982 г. на базе Костомукшского железорудного месторождения, которое включает железистые кварциты, кристаллические сланцы различного состава и геллефлинты. В июле 2001 г. компания получила лицензию на право пользования недрами с целью добычи железных руд Корпангского месторождения сроком на 20 лет. В настоящее время предприятие разрабатывает пять разрезов – три на Костомукшском и два на Корпангском месторождении.

Разведанные и вероятные запасы руды на месторождениях, разрабатываемых Карельским окатышем, по международному стандарту JORC (Joint-Ore Reserves Committee) составляют 614.92 млн. т, ресурсы – 723.277 млн. т. По российским стандартам запасы комбината составляют 665 млн. т, а временной ресурс выработки прогнозируется на уровне 35 лет.

Структура собственников

Карельский окатыш входит в состав одной из крупнейших холдинговых металлургических компаний России – Северстали. Головной компании в настоящее время принадлежит около 95% акций комбината, что повышает риск принудительного выкупа акций у миноритарных акционеров.

Структура акционеров Карельского окатыша, 2007



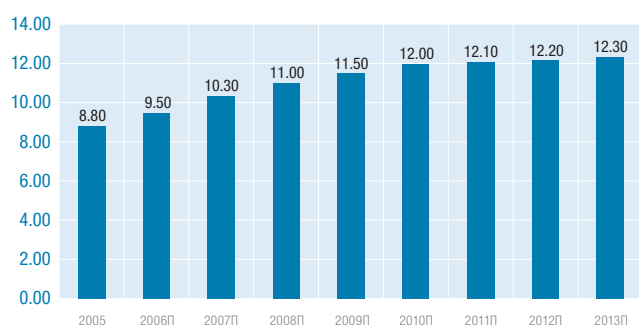
Источник: данные компании

В то же время, по нашему мнению, существует высокая вероятность, что выкуп будет осуществляться по ценам как минимум не ниже рыночных, а возможно, с небольшой премией к рынку. Это можно объяснить тем, что Северстали, на наш взгляд, было бы невыгодно ссориться с миноритариями.

Производственные показатели

В 2007 г. по сравнению с 2006 г. Карельский окатыш увеличил производство основной продукции (окатышей) на 8% – до 10.3 млн т. При этом экспортные поставки составили примерно треть (около 32%) от общего объема отгрузок.

Динамика производства на Карельском окатыше, млн т



Источник: данные компании, прогнозы АнтантаГлобал

Согласно стратегии Северстали, производство окатышей на комбинате к 2010 г. должно увеличиться на 16.5% по сравнению с 2007 г. и составить 12 млн т. При этом, на наш взгляд, незначительное увеличение производства будет идти и в дальнейшем, что будет обеспечено растущим спросом со стороны Череповецкого меткомбината.

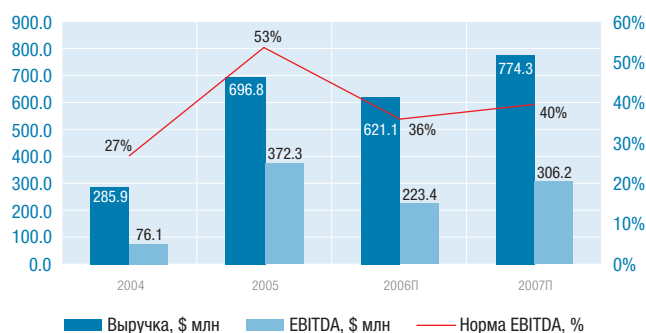
Отметим, что одним из наиболее значимых достоинств Карельского окатыша мы считаем тот факт, что компания выпускает продукцию с более высокой добавленной стоимостью, чем железорудный концентрат. Увеличение производства окатышей, по нашим прогнозам, будет вести к росту рентабельности производства.

Финансовые показатели:

текущая ситуация и прогноз

В 2007 г. Карельский окатыш, по нашим ожиданиям, должен продемонстрировать довольно неплохие финансовые показатели. Так, выручка компании увеличилась на 25% до \$774 млн, EBITDA – на 37% до \$306, а чистая прибыль – на 56% до \$216.5 млн. Рентабельность EBITDA при этом выросла с 36% до 40%, а чистая рентабельность – с 22% до 28%.

Динамика финансовых показателей Карельского окатыша, 2006–2010



Источник: данные компании, прогнозы АнтантаГлобал

Мы считаем, что в 2008 г., в результате увеличения цен на железорудное сырье, показатели Карельского окатыша продолжат расти. На наш взгляд, цены останутся стабильно высокими в течение 2008–2009 гг. вследствие высокого спроса со стороны Китая. Однако затем цены начнут корректироваться и снизятся до уровня 2005 г.

Расчет выручки Карельского окатыша в 2007–2013 гг.

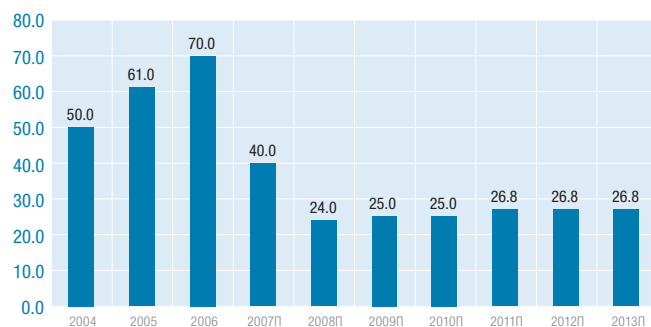
	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Производство окатышей, млн т	10.30	11.00	11.50	12.00	12.10	12.20	12.30
Экспорт, млн т	3.30	3.52	3.68	3.84	3.87	3.90	3.94
Цена реализации, \$/т	82	98	98	90	80	80	80
Внутренний рынок, млн т	7.00	7.48	7.82	8.16	8.23	8.30	8.36
Цена реализации, \$/т	72	90	85	80	75	75	75
Выручка, \$ млн	774.3	1019.6	1025.3	998.4	926.9	934.5	942.2
Себестоимость*, \$ млн	382.4	410.9	436.4	466.4	483.5	501.1	520.3
Валовая прибыль, \$ млн	391.9	608.7	588.9	532.0	443.3	433.4	421.9
Административные и коммерческие расходы, \$ млн		98.5	104.4	105.7	110.4	115.4	120.6
EBITDA, \$ млн	306.2	510.1	484.5	426.3	332.9	318.0	301.3
Амортизация	27.8	27.3	27.0	26.7	26.3	25.8	25.3
ЕВИТ	278.5	482.8	457.5	399.6	306.6	292.2	275.9
Процентные расходы	12.1	12.7	13.4	14.0	14.7	15.5	16.2
Прочие расходы	-18.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прибыль до налогов	284.9	470.1	444.1	385.6	291.9	276.7	259.7
Налог на прибыль	68.4	112.8	106.6	92.5	70.1	66.4	62.3
Чистая прибыль	216.5	357.3	337.5	293.0	221.9	210.3	197.4
Норма EBITDA	40%	50%	47%	43%	36%	34%	32%
Норма чистой прибыли	28%	35%	33%	29%	24%	23%	21%

* - расчет себестоимости приведен в Приложении 1
Источник: данные компании, прогнозы АнтантаГлобал

Инвестиционная деятельность

Северсталь в 2007-2010 гг. намерена инвестировать в Карельский окатыш около \$115 млн. Основная цель – это достижение уровня производства до 12 млн т (рост на 16.5% по сравнению с 2007 г.).

Инвестиции в Карельский окатыш, \$ млн



Источник: данные компании, прогнозы АнтантаГлобал

Пик инвестиций пришелся на 2005-2006 гг., поэтому в 2008-2010 гг. величина капитальных вложений в бизнес комбината составит около \$75 млн. В дальнейшем мы приняли величину инвестиций на уровне амортизации.

Оценка компании

Чтобы оценить стоимость бизнеса Карельского окатыша, мы решили применить метод дисконтированных денежных потоков. В результате расчетов мы пришли к выводу, что справедливая цена одной акции комбината составляет \$1783.7, что на 58% превышает текущие рыночные котировки. Мы рекомендуем покупать акции Карельского окатыша.

Расчет денежных потоков

	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ЕВИТ (+)	457.5	399.6	306.1	291.3	274.5
Скорректированные налоги (-)	109.8	95.9	73.5	69.9	65.9
Амортизация (+)	27.0	26.7	26.7	26.8	26.8
Инвестиции в оборотный капитал (-)	6.3	2.3	-4.3	6.2	6.4
Инвестиции в основной капитал (-)	25.0	25.0	26.8	26.8	26.8
Свободный денежный поток	343.3	303.1	236.9	215.1	202.2
Дисконтированный денежный поток	305.9	240.6	167.6	135.6	113.5

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Результат модели DCF

WACC	12.2%
Стоимость долга после налога	9.1%
<i>Стоимость долга до налога</i>	12%
<i>Налог (эффективная ставка)</i>	24%
Стоимость акционерного капитала	13.0%
<i>Безрисковая ставка</i>	6.1%
<i>Премия за риск</i>	6.5%
<i>Beta unlevered</i>	0.90
<i>Beta levered</i>	1.07
Вес долга	19.8%
Вес акционерного капитала	80.2%
Долгосрочный темп роста	0%
Конечная стоимость	2 094.3
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн	1 175.8
Сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный период (2008-2012), \$ млн	946.2
Справедливое EV, \$ млн	2122.0
Чистый долг, \$ млн	166.3
Справедливая капитализация, \$ млн	1 955.7
Количество обыкновенных акций	1 096 400
Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$	1783.7
<i>Текущая цена обыкновенных акций, \$</i>	1132.5
<i>Потенциал роста обыкновенных акций, %</i>	58%

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Таблица чувствительности

Темп роста	WACC						
	11.0%	11.5%	12.0%	12.2%	12.5%	13.0%	13.5%
-3.0%	1 697.0	1 633.2	1 573.7	1 546.8	1 518.1	1 466.0	1 417.1
-2.0%	1 781.7	1 710.5	1 644.5	1 614.7	1 583.0	1 525.7	1 472.2
-1.0%	1 880.4	1 800.1	1 726.1	1 692.8	1 657.6	1 594.0	1 534.8
0.0%	1 997.0	1 905.3	1 821.3	1 783.7	1 744.1	1 672.8	1 606.8
1.0%	2 137.0	2 030.6	1 933.9	1 890.8	1 845.6	1 764.7	1 690.3
2.0%	2 308.1	2 182.2	2 068.9	2 018.9	1 966.4	1 873.3	1 788.3
3.0%	2 522.0	2 369.5	2 234.0	2 174.6	2 112.8	2 003.6	1 904.9

Источник: данные компании, расчеты Антанта Глобал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн

	2005	2006	2007
Внеоборотные активы	236.4	281.4	310.7
Нематериальные активы	0.0	0.1	0.0
Основные средства	163.8	200.5	236.3
Прочие внеоборотные активы	72.7	80.8	74.5
Оборотные активы	263.4	493.6	870.0
Запасы	45.4	43.6	55.1
Дебиторская задолженность	90.2	92.5	103.1
Краткосрочные финансовые вложения	87.1	343.9	500.7
Денежные средства и эквиваленты	32.1	7.0	206.0
Прочие оборотные активы	8.7	6.6	5.0
Всего активов	465.1	775.0	1 180.7
Краткосрочные обязательства	32.5	34.2	36.9
Займы и кредиты	0.0	0.0	0.0
Кредиторская задолженность	25.2	29.1	29.1
Прочие краткосрочные обязательства	7.3	5.1	7.9
Долгосрочные обязательства	62.4	192.7	198.2
Займы и кредиты	48.3	177.9	180.2
Прочие долгосрочные обязательства	14.1	14.8	18.0
Капитал и резервы	370.2	548.1	945.6
Уставный капитал	0.0	0.0	0.0
Добавочный капитал	99.2	107.3	108.3
Нераспределенная прибыль	271.0	440.8	837.2
Всего пассивов	465.1	775.0	1 180.7

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн

	2005	2006	2007
Выручка	696.8	621.1	774.3
Себестоимость	254.7	316.3	382.4
Валовая прибыль	442.1	304.8	391.9
Ком. и упр. расходы	69.8	81.5	85.7
ЕБИТДА	372.3	223.4	306.2
Амортизация	17.4	26.0	27.8
ЕБИТ	354.9	197.4	278.5
Процентные расходы	3.7	5.8	12.1
Прочие расходы	1.1	2.8	-18.5
Прибыль до налогов	350.2	188.8	284.9
Налог на прибыль	83.9	49.6	68.4
Чистая прибыль	266.3	139.1	216.5

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Коршуновский ГОК

Самый ликвидный из ГОКов

Россия
Металлургия

	Выручка (\$ млн)	ЕБИТДА (\$ млн)	Чистая прибыль (\$ млн)	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2006	205.0	89.7	38.8	0.41	5.60	12.94
2007П	317.5	186.4	110.2	0.63	2.69	4.56
2008П	365.1	225.6	138.4	0.73	2.23	3.63

Коршуновский ГОК – среднее по объемам горнодобывающее предприятие России, основной продукцией которого является железорудный концентрат. По нашей оценке, основанной на методе DCF и сравнительном анализе, справедливая цена акций Коршуновского ГОКа составляет \$3 579.9, что на 78% выше текущих рыночных котировок. Мы рекомендуем покупать акции компании.

- Коршуновский ГОК производит железорудный концентрат, и ежегодные объемы производства составляют около 5 млн т. Львиную долю продукции компания отгружает в адрес сталелитейных активов группы Мечел, в состав которой входит. Доля Коршуновского ГОКа в общероссийском производстве железорудного сырья составляет около 5%.
- Одними из главных драйверов роста стоимости акций Коршуновского ГОК, на наш взгляд, могут стать консолидация Мечелом акций «дочек» и, соответственно, оферта, которую холдинг будет делать миноритариям. Как показывает последняя практика, выкуп происходит по ценам, несколько превышающим текущие рыночные (пример – Evraz Group). Кроме того, положительное влияние на котировки могут оказать растущие цены на руду, а также тот факт, что Коршуновский ГОК пока довольно дешево торгуется по мультипликаторам. В частности, средний по отрасли показатель EV/ЕБИТДА находится на уровне 4, в то время как у Коршуновского ГОКа – 2.7.
- Головная компания Мечел планирует инвестировать в Коршуновский ГОК около \$90 млн в 2007-2011 гг. Основная цель инвестиций – поддержание производства на уровне 5 млн т железорудного концентрата в год.
- В 2007 г. компания должна показать очень неплохие результаты. В частности, выручка увеличится на 55%, ЕБИТДА - в 2 раза, чистая прибыль – почти в 3 раза. В 2008 г. мы ожидаем дальнейший рост показателей вследствие существенного увеличения цен на железорудное сырье.
- Основным риском в отношении Коршуновского ГОКа, по нашему мнению, является возможное ухудшение ценовой конъюнктуры рынка ЖРС в будущем. Кроме того, все-таки существует вероятность того, что Мечел может пойти на конфликт с миноритариями и назначить выкуп по заниженной цене. Также отметим, что Мечел – довольно закрытая компания в смысле предоставления информации по «дочкам», что осложняет оценку их справедливой стоимости.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$2 010.0**

Справедливая цена: **\$3 579.9**

Потенциал роста: **78%**

Тикеры

RTS	kogk
MMBB	-
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Ликвидность

Спрэд	4.6%
Акции в обращении	7%

Основные акционеры

Мечел	86%
ДКК	7%
Прочие	7%

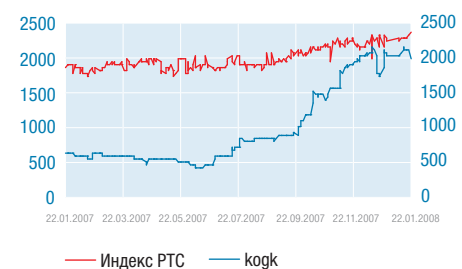
Структура капитала

Цена АО* (\$)	20100.0
Количество АО	250 126
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн)	502.8
Чистый долг (\$ млн)	-0.6
EV (\$ млн)	502.2

* в пересчете через GDR (соотношение 1 к 3)

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	2 175.0
Минимум за 52 недели (\$)	410.0



Краткая информация о компании

Коршунковский горно-обогатительный комбинат относится к небольшим по объемам производства железорудным компаниям России. Годовой объем выпуска высококачественного железорудного концентрата составляет около 5 млн т. Главные потребители продукции комбината – сталелитейные активы группы Мечел, куда входит Коршунковский ГОК.

Основные запасы железной руды Мечела сосредоточены на месторождениях Коршунковское, Рудногорское и Татьянинское, которые разрабатывает Коршунковский ГОК. Общий балансовый уровень запасов по российским стандартам (категории В+С1) составляет около 175 млн т с содержанием железа около 27.4%.

Запасы железной руды КГОКа (категория В+С1)

Месторождение	Руда, млн т	Содержание Fe, %
Коршунковское	174.5	25.0%
Рудногорское	151.7	30.5%
Татьянинское	19.4	26.6%
Всего	345.2	27.4%

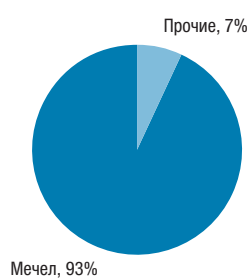
Источник: данные компании

Коршунковский ГОК также владеет лицензией на разработку Красноярского железорудного месторождения, однако пока там ведутся проектные работы и добыча руды не осуществляется.

Структура акционеров

Основным бенефициаром Коршунковского ГОКа является группа Мечел, которой принадлежит около 93% акций предприятия. Мы считаем, что комбинат является одним из наиболее ликвидных горнорудных предприятий на фондовом рынке РФ. В свободном обращении, по нашим оценкам, находится около 7% акций компании.

Структура акционеров Коршунковского ГОКа, 2007



Источник: данные компании

Производственные показатели

Уровень производства Коршунковского ГОКа – это 5 млн т высококачественного железорудного концентрата, которым комбинат обеспечивает сталелитейные активы группы Мечел. Согласно стратегии головной компании, в ближайшие годы на комбинате не планируется роста производства. Основная задача – сохранение производства на уровне 5 млн т, а также снижение себестоимости за счет модернизации предприятия и автоматизации работы горнотранспортного оборудования.

Финансовые показатели: текущая ситуация и прогноз

В 2007 г. Коршуновский ГОК, по нашим ожиданиям, должен показать очень хорошие финансовые результаты. Так, выручка компании, по нашим прогнозам, вырастет на 55% до \$317.5 млн, EBITDA – в 2 раза до \$181.5 млн, чистая прибыль – почти в 3 раза до \$113.4 млн. При этом рентабельность по EBITDA увеличится с 44% до 59%.

В дальнейшем, по нашим расчетам, показатели будут находиться на относительно стабильном уровне, что будет вызвано сохранением уровня производства концентрата в 5 млн т и стабильной ценовой конъюнктурой.

Прогноз основных финансовых показателей Коршуновского ГОКа, \$ млн

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выпуск концентрата, млн т	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Цена, \$/т	63.5	76	76	70	60	60	60
Выручка, \$ млн	317.5	381.0	381.0	350.0	300.0	300.0	300.0
Себестоимость*	113.7	119.9	126.4	133.5	141.3	149.8	159.4
Валовая прибыль	203.7	261.1	254.6	216.5	158.7	150.2	140.6
Административные и коммерческие расходы**	17.4	19.6	20.4	20.2	20.7	21.3	21.8
EBITDA	186.4	241.5	234.2	196.3	138.0	129.0	118.8
Амортизация	9.5	10.3	11.0	11.6	12.2	12.1	12.0
EBIT	176.8	231.2	223.3	184.7	125.8	116.9	106.8
Процентные расходы	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Прочие расходы	31.4	33.0	34.6	36.3	38.2	40.1	42.1
Прибыль до налогов	145.2	198.0	188.4	148.1	87.4	76.6	64.5
Налог на прибыль	35.1	47.5	45.2	35.5	21.0	18.4	15.5
Чистая прибыль	110.2	150.5	143.2	112.6	66.5	58.2	49.0
Норма EBITDA, %	59%	63%	61%	56%	46%	43%	40%
Норма чистой прибыли, %	35%	39%	38%	32%	22%	19%	16%

* - расчет себестоимости приведен в Приложении 1

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Инвестиционная деятельность

Мечел планирует инвестировать в развитие Коршуновского ГОКа в 2007-2011 гг. около 90 млн т. Как планируется, эти средства пойдут на поддержание уровня производства концентрата в районе 5 млн т в год. Кроме того, часть денег будет инвестирована в модернизацию основных производственных мощностей, что позволит увеличить качество выпускаемой продукции.

Мы прогнозируем среднегодовой уровень капитальных вложений в Коршуновский ГОК на уровне \$18 млн до 2011 г. В дальнейшем мы приняли величину инвестиций на уровне амортизационных отчислений.

Оценка компании

Мы провели оценку бизнеса Коршуновского ГОКа, применив метод дисконтированных денежных потоков. В результате мы получили, что справедливая стоимость акций компании составляет \$3 579.9, что на 78% выше текущих рыночных котировок. Мы рекомендуем инвесторам покупать бумаги Коршуновского ГОКа.

Расчет денежных потоков

	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ЕВИТ (+)	223.3	184.7	125.8	116.9	106.8
Скорректированные налоги (-)	53.6	44.3	30.2	28.1	25.6
Амортизация (+)	11.0	11.6	12.2	12.1	12.0
Инвестиции в оборотный капитал (-)	0.4	-3.4	-5.7	0.5	0.5
Инвестиции в основной капитал (-)	18.0	18.0	18.0	11.0	11.0
Свободный денежный поток	162.3	137.4	95.5	89.5	81.7
Дисконтированный денежный поток	145.0	109.7	68.1	57.0	46.5

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Результат модели DCF

WACC	11.9%
Стоимость долга после налога	9.1%
<i>Стоимость долга до налога</i>	<i>12%</i>
<i>Налог (эффективная ставка)</i>	<i>24%</i>
Стоимость акционерного капитала	11.9%
<i>Безрисковая ставка</i>	<i>6.1%</i>
<i>Премия за риск</i>	<i>6.5%</i>
<i>Beta unlevered</i>	<i>0.90</i>
<i>Beta levered</i>	<i>0.90</i>
Вес долга	0.0%
Вес акционерного капитала	100.0%
Конечная стоимость	0%
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн	843.9
Сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный период (2008-2012), \$ млн	480.8
Справедливое EV, \$ млн	894.8
Чистый долг, \$ млн	-0.6
Справедливая капитализация, \$ млн	895.4
Количество обыкновенных акций	250 126
Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$	3579.9
<i>Текущая цена обыкновенных акций, \$</i>	<i>2010</i>
<i>Потенциал роста обыкновенных акций, %</i>	<i>78%</i>

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Таблица чувствительности

Темп роста	WACC						
	11%	11%	12%	12%	12%	13%	13%
-3%	3462.8	3343.6	3232.5	3147.1	3128.9	3032.0	2941.2
-2%	3622.5	3489.0	3365.3	3270.6	3250.5	3143.6	3043.9
-1%	3810.0	3658.7	3519.4	3413.3	3390.9	3271.8	3161.2
0%	4033.2	3859.2	3700.3	3579.9	3554.5	3420.5	3296.7
1%	4303.4	4099.8	3915.6	3777.0	3748.0	3595.0	3454.6
2%	4637.2	4393.9	4176.2	4014.0	3980.2	3802.7	3641.3
3%	5060.0	4761.6	4498.2	4304.1	4263.9	4054.2	3865.4

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн

	2005	2006	2007
Внеоборотные активы	94.7	102.0	132.4
Нематериальные активы	0.0	0.0	0.0
Основные средства	84.8	98.2	120.1
Прочие необоротные активы	9.9	3.8	12.3
Оборотные активы	79.9	42.0	110.6
Запасы	17.0	15.4	23.0
Дебиторская задолженность	9.8	25.0	29.3
Краткосрочные финансовые вложения	0.0	0.0	37.5
Денежные средства и эквиваленты	49.7	0.6	19.1
Прочие оборотные активы	3.4	1.0	1.7
Всего активов	174.6	144.0	243.0
Краткосрочные обязательства	68.6	28.3	17.7
Займы и кредиты	60.5	7.8	0.0
Кредиторская задолженность	8.1	10.8	15.7
Прочие краткосрочные обязательства	0.0	9.7	2.1
Долгосрочные обязательства	1.3	1.5	2.4
Займы и кредиты	0.0	0.0	0.0
Прочие долгосрочные обязательства	1.3	1.5	2.4
Капитал и резервы	104.7	114.3	222.9
Уставный капитал	0.0	0.0	0.0
Добавочный капитал	54.8	64.3	71.0
Нераспределенная прибыль	49.9	50.0	151.9
Всего пассивов	174.6	144.0	243.0

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн

	2005	2006	2007
Выручка	178.4	205.0	317.5
Себестоимость	78.0	100.0	113.7
Валовая прибыль	100.4	105.0	203.7
Ком. и упр. расходы	14.7	15.4	17.4
ЕБИТДА	85.7	89.7	186.4
Амортизация	7.0	8.7	9.5
ЕБИТ	78.6	80.9	176.8
Процентные расходы	1.3	0.2	0.2
Прочие расходы	6.5	17.7	31.4
Прибыль до налогов	70.8	63.1	145.2
Налог на прибыль	20.1	24.2	35.1
Чистая прибыль	50.7	38.8	110.2

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Оленегорский ГОК

Стабильный рост финансовых показателей

Россия
Металлургия

	Выручка (\$ млн)	EBITDA (\$ млн)	Чистая прибыль (\$ млн)	P/S	EV/EBITDA	P/E
2006	244.1	112.4	73.1	1.36	2.94	4.53
2007П	290.1	122.8	82.8	1.14	2.69	4.00
2008П	364.8	176.0	121.5	0.91	1.88	2.72

Оленегорский ГОК (Олкон) относится к средним по объемам выпуска предприятиям железорудной отрасли РФ. Компания из года в год показывает стабильный результат и, по нашему мнению, является довольно интересным объектом для инвестирования. По нашим оценкам, проведенным с помощью метода DCF, справедливая стоимость акций Олкона составляет \$1207.1, и мы рекомендуем их покупать.

- ▶ Главным направлением деятельности Олкона является производство железорудного концентрата. Основные поставки компания осуществляет в адрес Череповецкого меткомбината Северстали. Доля Оленегорского ГОКа на российском рынке концентрата составляет около 4-5%.
- ▶ К ключевым драйверам роста компании мы относим возможную обязательную оферту главного бенефициара – Северстали. Доля холдинга в Олконе приближается к 95%. Оферта, по нашему мнению, с большой долей вероятности может быть предложена с небольшой премией к рыночному цену. В последние годы крупные компании предпочитают не ссориться с миноритариями и выставляют цену, которая устраивает всех. Вместе с тем нельзя полностью исключить риск недружественного выкупа. Также драйверами роста, способными положительным образом повлиять на котировки бумаги, мы считаем удорожание ЖРС в 2008 г. и рост производства. Отметим также относительную дешевизну компанию по мультипликатору EV/EBITDA (среднеотраслевой показатель – около 4).
- ▶ В 2008 г. Олкон планирует увеличить производство железорудного концентрата на 4.5% по сравнению с 2007 г. – до 5.5 млн т. По нашим расчетам, к 2013 г. Олкон увеличит выпуск железорудного концентрата на 18% – до 5.9 млн т. Инвестиции в развитие компании в 2007-2008 гг. составят около \$120 млн.
- ▶ В 2007 г. Оленегорский ГОК не разочаровал инвесторов и акционеров и продемонстрировал относительно неплохие показатели. В 2008 г. мы ожидаем дальнейший рост показателей, что будет обусловлено увеличением стоимости железорудного сырья на мировых рынках, а также небольшим ростом производства. По нашим расчетам, норма EBITDA комбината в 2008 г. вырастет до 52% с 42% в 2007 г.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: **\$597.5**

Справедливая цена: **\$1207.1**

Потенциал роста: **102%**

Тикеры

RTS	ogok
MMBB	-
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Ликвидность

Спрэд	12.5%
Акции в обращении	7.7%

Основные акционеры

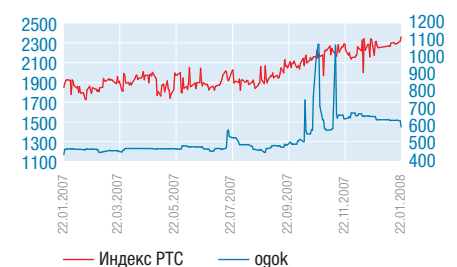
Северсталь	92.3%
Прочие	7.7%

Структура капитала

Цена АО* (\$)	597.5
Количество АО	553 775
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн)	330.9
Чистый долг (\$ млн)	0.0
EV (\$ млн)	330.9

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	1 132.5
Минимум за 52 недели (\$)	947.3



Краткая информация о компании

Оленегорский горно-обогатительный комбинат (Олкон) – среднее по объемам предприятие железорудной отрасли России. Его доля в общероссийском производстве ЖРС составляет около 4-5%. Основным потребителем продукции Олкона является Череповецкий металлургический комбинат, принадлежащий Северстали.

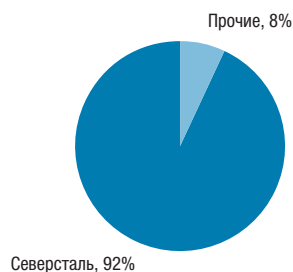
Олкон добывает низкосортные магнетито-кварцитовые руды. Добыча ведется как открытым, так и закрытым способом. В состав комбината входят пять открытых рудников (Оленегорский, Кировогорский, Бауманский, 15-летия Октября и Комсомольский), а также подземный рудник Оленегорский. Проектная мощность шахт Олкона составляет около 12 млн т сырой руды в год. Согласно стратегии развития компании, в 2008 г. эта величина должна превысить 16 млн т, что позволит увеличить выпуск концентрата до 5.5 млн т в год.

Запасы руды – разведанные и вероятные – на месторождениях, разрабатываемых Оленегорским ГОКом, по международному стандарту JORC (Joint-Ore Reserves Committee) составляют 137.378 млн т, ресурсы – 286.7 млн т. По российским стандартам запасы комбината составляют 260 млн т. Железорудных запасов комбината хватит более чем на 20 лет для работы с полной загрузкой мощностей.

Структура собственников

Оленегорский ГОК входит в холдинг Северсталь. Компании Алексея Мордашова принадлежит на сегодняшний день около 92% акций комбината.

Структура акционерного капитала Оленегорского ГОКа, 2007



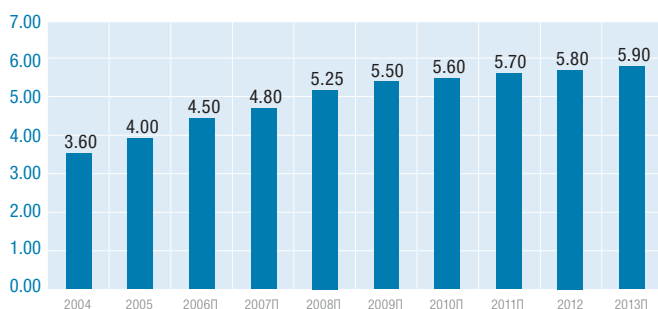
Источник: данные компании

Отметим, что у Олкона присутствует риск принудительного выкупа акций контролирующим акционером. В то же время мы полагаем, что выкуп, когда он будет объявлен, произойдет по ценам, который должны устроить миноритариев.

Производственные показатели

Оленегорский ГОК из года в год понемногу увеличивает производственные показатели. Так, в 2007 г., по нашим данным (на момент выхода отчета официальная информация еще не вышла), выпуск железорудного концентрата увеличился по сравнению с 2006 г. на 6.4% – до 5 млн т. В 2008 г., согласно нашим ожиданиям, основанным на планах компании, производство увеличится на 5% и составит 5.25 млн т.

Динамика производства концентрата на Олконе, млн т



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

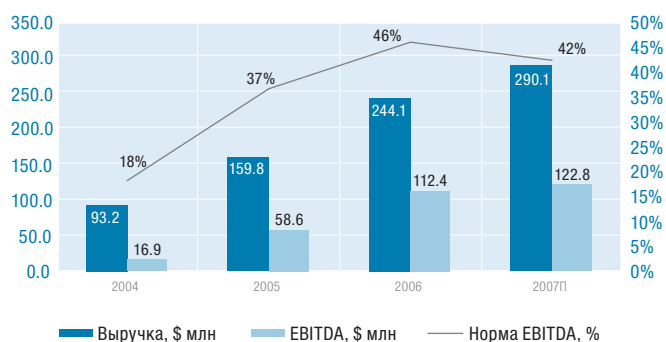
Согласно стратегии Северстали, владеющей Олконом, производство концентрата на комбинате в 2008 г. должно составить 5.5 млн т, однако учитывая возможные риски, мы прогнозируем, что ОГОК достигнет этого показателя лишь в 2009 г.

В дальнейшем, по нашему прогнозу, показатели Оленегорского ГОКа будут расти, что будет обусловлено ростом производства на Череповецком МК и его увеличивающимися потребностями в железорудном концентрате.

Финансовые показатели: текущая ситуация и прогноз

Финансовые показатели компании в последние годы, по аналогии с производственными, отличались стабильным ростом. В 2007 г., по нашим ожиданиям, Олкон увеличит выручку на 19%, EBITDA – на 9.4%, а чистую прибыль – на 13.3%. Рентабельность EBITDA выросла с 29% в 2006 г. до 34%.

Динамика изменения основных финансовых показателей Олкона, 2004-2007



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

По нашим прогнозам, в 2008-2009 гг. финансовые показатели Олкона продолжат свой рост, что будет обеспечено благоприятной ценовой конъюнктурой, а также высоким спросом. Вместе с тем, с 2010 г., согласно нашим ожиданиям, цены на ЖРС претерпят коррекцию, что вызовет некоторое ухудшение показателей комбината.

Прогноз основных финансовых показателей Оленегорского ГОКа, 2007-2013

	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012	2013П
Производство концентрата, млн т	4.8	5.25	5.50	5.60	5.70	5.80	5.90
<i>Цена реализации, \$/т</i>	<i>60</i>	<i>70</i>	<i>70</i>	<i>65</i>	<i>60</i>	<i>60</i>	<i>60</i>
Выручка, \$ млн	290.1	367.5	385.0	364.0	342.0	348.0	354.0
Себестоимость*, \$ млн	136.2	153.1	164.7	174.7	185.3	196.6	208.7
Валовая прибыль, \$ млн	153.8	214.4	220.3	189.3	156.7	151.4	145.3
Административные и коммерческие расходы, \$ млн	31.1	35.7	37.8	38.3	40.0	41.8	43.7
EBITDA, \$ млн	122.8	178.7	182.4	151.0	116.7	109.6	101.6
Амортизация	12.2	14.4	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
EBIT	110.6	164.3	166.8	135.4	101.1	94.0	86.0
Прочие расходы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Процентные расходы	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
Прибыль до налога	108.9	162.5	164.9	133.4	99.0	91.8	83.7
Налог на прибыль	26.1	39.0	39.6	32.0	23.8	22.0	20.1
Чистая прибыль	82.8	123.5	125.3	101.4	75.3	69.8	63.6
<i>Рентабельность EBITDA</i>	<i>42%</i>	<i>49%</i>	<i>47%</i>	<i>41%</i>	<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>29%</i>
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>29%</i>	<i>34%</i>	<i>33%</i>	<i>28%</i>	<i>22%</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>

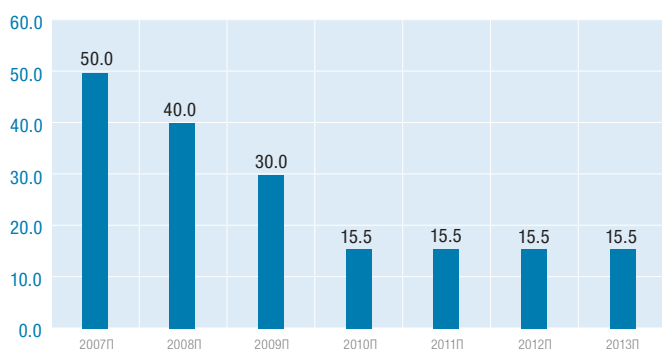
* - расчет себестоимости приведен в Приложении 1

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Инвестиционная деятельность

По нашим расчетам, основанным на планах Северстали, инвестиции в развитие Оленегорского ГОКа в 2007-2009 гг. составят около \$120 млн. Эти вложения должны способствовать выходу компании на уровень производства более 5 млн т железорудного концентрата в год. Уровень капитальных вложений на последующие периоды был взят нами на уровне амортизации.

Инвестиции в развитие Олкона, \$ млн



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Оценка компании

Для оценки бизнеса Оленегорского горно-обогатительного комбината мы прибегли к методу дисконтированных денежных потоков. В результате, по нашим расчетам, справедливая цена одной обыкновенной акции Олкона составляет \$1 207.1, что на 102% превышает текущие уровни. Мы рекомендуем покупать бумаги Оленегорского ГОКа.

Расчет денежных потоков

	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ЕВИТ (+)	166.8	135.4	101.1	94.0	86.0
Скорректированные налоги (-)	40.0	32.5	24.3	22.6	20.6
Амортизация (+)	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
Инвестиции в оборотный капитал (-)	1.2	-2.8	-2.9	-0.2	-0.3
Инвестиции в основной капитал (-)	30.0	15.5	15.5	15.5	15.5
Свободный денежный поток	111.1	105.8	79.9	71.7	65.7
Дисконтированный денежный поток	99.3	84.5	57.0	45.7	37.5

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлоблал

Результат модели DCF

WACC	11.9%
Стоимость долга после налога	9.1%
<i>Стоимость долга до налога</i>	12%
<i>Налог (эффективная ставка)</i>	24%
Стоимость акционерного капитала	11.9%
<i>Безрисковая ставка</i>	6.1%
<i>Премия за риск</i>	6.5%
<i>Beta unlevered</i>	0.9
<i>Beta levered</i>	0.9
Вес долга	0.0%
Вес акционерного капитала	100.0%
Долгосрочный темп роста	0%
Конечная стоимость	608.4
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн	346.6
Сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный период (2008-2012), \$ млн	321.9
Справедливое EV, \$ млн	668.5
Чистый долг, \$ млн	0.0
Справедливая капитализация, \$ млн	668.5
<i>Количество обыкновенных акций</i>	553 775
<i>Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$</i>	1207.1
Текущая цена обыкновенных акций, \$	670
Потенциал роста обыкновенных акций, %	102%

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Таблица чувствительности

Темп роста	WACC						
	10.50%	11%	11.50%	11.9%	12%	12.50%	13%
-3.0%	1 170.8	1 131.3	1 094.5	1 066.2	1 060.2	1 028.0	997.9
-2.0%	1 222.8	1 178.7	1 137.8	1 106.4	1 099.8	1 064.4	1 031.3
-1.0%	1 283.8	1 233.9	1 187.9	1 152.9	1 145.5	1 106.1	1 069.5
0.0%	1 356.5	1 299.2	1 246.8	1 207.1	1 198.8	1 154.5	1 113.6
1.0%	1 444.5	1 377.6	1 316.9	1 271.3	1 261.8	1 211.3	1 165.1
2.0%	1 553.2	1 473.3	1 401.8	1 348.5	1 337.4	1 279.0	1 225.9
3.0%	1 690.8	1 593.0	1 506.6	1 443.0	1 429.8	1 360.9	1 298.8

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн

	2005	2006	2007
Внеоборотные активы	69.3	94.5	122.3
Нематериальные активы	0.0	0.0	0.0
Основные средства	55.4	77.0	94.9
Прочие внеоборотные активы	14.0	17.5	27.4
Оборотные активы	30.3	94.1	152.2
Запасы	10.0	13.8	20.1
Дебиторская задолженность	15.9	26.2	34.7
Краткосрочные финансовые вложения	0.1	45.8	84.0
Денежные средства и эквиваленты	0.5	6.9	11.0
Прочие оборотные активы	3.8	1.4	2.4
Всего активов	99.6	188.6	274.5
Краткосрочные обязательства	23.0	24.8	23.4
Займы и кредиты	12.6	0.0	0.0
Кредиторская задолженность	10.3	24.7	20.5
Прочие краткосрочные обязательства	0.0	0.0	2.9
Долгосрочные обязательства	0.9	1.9	6.2
Займы и кредиты	0.0	0.0	0.0
Прочие долгосрочные обязательства	0.9	1.9	6.2
Капитал и резервы	75.7	161.9	244.9
Уставный капитал	0.0	0.0	0.0
Добавочный капитал	9.1	9.9	10.2
Нераспределенная прибыль	66.6	152.0	234.7
Всего пассивов	99.6	188.6	274.5

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн

	2005	2006	2007
Выручка	159.8	244.1	290.1
Себестоимость	88.5	120.5	136.2
Валовая прибыль	71.3	123.6	153.8
Ком. и упр. расходы	12.8	11.2	31.1
ЕБИТДА	58.6	112.4	122.8
Амортизация	3.4	8.9	12.2
ЕБИТ	55.2	103.5	110.6
Процентные расходы	0.5	1.0	0.0
Прочие расходы	2.2	1.0	1.7
Прибыль до налогов	52.4	101.5	108.9
Налог на прибыль	13.3	28.4	26.1
Чистая прибыль	39.1	73.1	82.8

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Стойленский ГОК

Один из самых крупных

Россия
Металлургия

	Выручка (\$ млн)	ЕБИТДА (\$ млн)	Чистая прибыль (\$ млн)	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2006	582.7	350.6	273.0	3.98	6.59	8.50
2007П	814.8	570.0	457.4	2.85	4.05	5.02
2008П	1 012.0	739.9	542.9	2.29	3.12	4.27

Стойленский ГОК – один из лидеров горнодобывающей промышленности РФ, производящий железорудный концентрат и обеспечивающий им Новолипецкий меткомбинат. Мы провели обновление нашей оценки справедливой стоимости акций СГОКа по методу DCF и определили ее на уровне \$1 322.2, что на 77% превышает текущие котировки. Несмотря на это, мы рекомендуем держать акции Стойленского ГОКа, поскольку полагаем, что если принудительный выкуп состоится в краткосрочной перспективе, акции не успеют реализовать весь свой потенциал.

- ▶ Стойленский ГОК – третий по объемам производства в России. Его доля на рынке в 2006 г. составила около 12%. В 2007 г. компания произвела более 11 млн т железорудного концентрата. Основным потребителем продукции Стойленского ГОКа является Новолипецкий меткомбинат.
- ▶ К основным драйверам роста по Стойленскому ГОКу мы относим рост цен на ЖРС в 2008 г., который ожидается на уровне 15%, увеличение объемов производства, а также вероятную обязательную оферту, которую собственник компании – НЛМК – может объявить миноритариям, поскольку является владельцем почти 97% акций СГОКа. Мы склоняемся к тому, что такая оферта может быть объявлена с небольшой премией к рыночной цене. Вместе с тем, учитывая, что НЛМК может объявить оферту в любой момент, акции комбината могут просто не успеть реализовать свой потенциал роста.
- ▶ Компания планирует в 2009 г. увеличить объемы производства железорудного концентрата более чем на 30% – до 15 млн т. В это же время на предприятии начнется выпуск новой продукции с более высокой добавленной стоимостью – железорудных окатышей в объеме около 3 млн т. Как предполагается, инвестиции в развитие производства Стойленского ГОКа в 2007-2010 гг. составят около \$500 млн.
- ▶ Стойленский ГОК можно отнести к одной из самых рентабельных горнорудных компаний России. По итогам 2007 г. норма ЕБИТДА компании составила около 70%! По нашим прогнозам, в 2008-2009 гг., благодаря росту цен на руду, она может достигнуть 73-74%. Кроме того, в 2008 г. рост выручки составит 27%, ЕБИТДА – 33%, чистой прибыли – 22%.
- ▶ Одним из основных рисков по инвестициям в бумаги Стойленского ГОКа мы считаем довольно низкий free-float компании. Кроме того, к рискам мы относим вероятность ухудшения ценовой конъюнктуры рынка ЖРС, а также выкуп НЛМК по цене, которая может не устроить миноритарных акционеров.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: **\$745.0**

Справедливая цена: **\$1322.2**

Потенциал роста: **77%**

Тикеры

RTS	sgok
MMББ	-
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Ликвидность

Спрэд	13.3%
Акции в обращении	3.0%

Основные акционеры

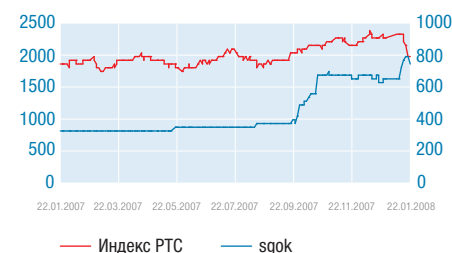
НЛМК	97%
Прочие	3%

Структура капитала

Цена АО (\$)	745.0
Количество АО	3 114 331
Цена АП (\$)	-
Количество АП	-
Капитализация (\$ млн)	2 320.2
Чистый долг (\$ млн)	-11.2
EV (\$ млн)	2 309.0

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	787.5
Минимум за 52 недели (\$)	320.5



Краткая информация о компании

Стойленский горно-обогатительный комбинат (СГОК) – одно из ведущих предприятий России по объему производства железорудного сырья для черной металлургии, его доля в общероссийском производстве составляет около 11%.

Основная продукция комбината – железорудный концентрат и железная агломерационная руда. Утвержденные балансовые запасы железной руды в контуре карьера составляют 26.6 млн т, железистых кварцитов – 1.4 млрд т. Стойленский железорудный концентрат со средним содержанием железа около 66% и аглоруда (52%) используются в агломерационном производстве высококачественного агломерата для последующего использования в доменном процессе.

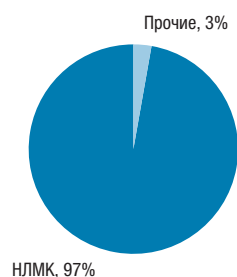
Проектная годовая производительность предприятия по добыче богатых железных руд составляет 1.2 млн т, магнетитовых кварцитов – 25.4 млн т. Добыча в 2005 г. составила 1.06 млн т богатой руды и 23.3 млн т магнетитовых кварцитов. Поэтому для эффективной отработки доказанных запасов руды хватит как минимум на 20 лет.

Стойленский ГОК является основным активом горнодобывающего сегмента Новолипецкого металлургического комбината. НЛМК потребляет около 90% железорудного концентрата производства Стойленского ГОКа. Отметим выгодное географическое положение комбината – он находится в 350 км от своего главного потребителя.

Структура акционерного капитала

Новолипецкий металлургический комбинат является основным бенефициаром Стойленского ГОКа. Доля НЛМК в акционерном капитале компании, по последним данным, близка к 97%, что увеличивает вероятность принудительного выкупа акций у миноритариев уже в самое ближайшее время.

Структура акционерного капитала Стойленского ГОКа, 2006

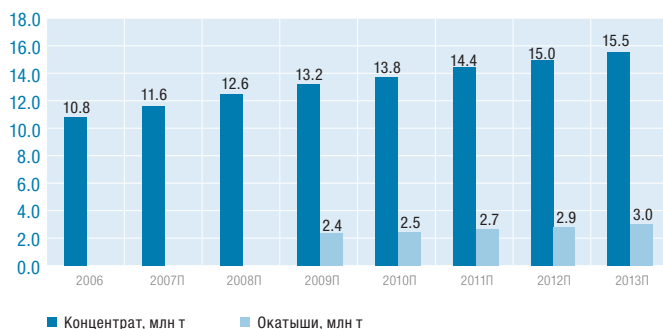


Источник: данные компании

Производственные показатели

Стойленский ГОК относится к крупнейшим горнорудным предприятиям России. В 2007 г. объем производства железорудного концентрата на комбинате по сравнению с 2006 г. увеличился на 8% и составил около 11.6 млн т, что превышает 10% общероссийского производства.

Динамика производства концентрата Стойленским ГОКом, млн т



Источник: данные компании

Программой технического перевооружения Стойленского ГОКа, которую реализует на комбинате НЛМК, предусмотрено увеличение мощностей по производству железорудного концентрата к 2009 г. до 15 млн т. Кроме того, в те же сроки планируется завершить строительство комплекса по производству окатышей общей мощностью 3 млн т.

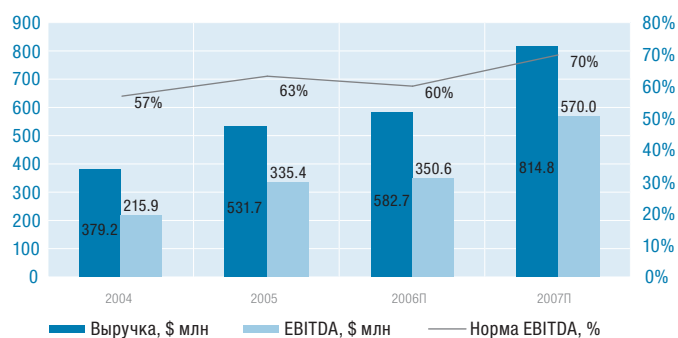
В то же время мы считаем, что после введения в эксплуатацию эти мощности не будут работать в полную силу, по крайней мере первое время. Поэтому мы не стали закладывать в нашу модель максимальное использование мощностей по выпуску концентрата и окатышей. Основная причина, на наш взгляд, в том, что на НЛМК рост производства стали будет идти не такими высокими темпами, поэтому и потребности в ЖРС будут расти медленнее, чем мощности СГОКа. Реализовать излишки продукции на внутреннем и внешнем рынках комбинату будет достаточно сложно ввиду серьезной конкуренции со стороны как российских ГОКов, так и комбинатов из стран СНГ, прежде всего из Украины.

Финансовые показатели: текущая ситуация и прогноз

Финансовые показатели Стойленского ГОКа последние годы демонстрировали устойчивый рост благодаря росту производства и благоприятной ценовой конъюнктуре. В 2007 г., компания, по нашим расчетам, увеличила выручку на 40%, до \$814.8 млн, EBITDA – на 63%, до \$570 млн, чистую прибыль – на 67.5%, до \$457.4 млн.

При этом отметим, что СГОК – одна из наиболее рентабельных горнорудных компаний в России. В 2007 г. рентабельность по EBITDA у компании, по нашим расчетам, составила около 70% по сравнению с 60% в 2006 г. (чистая рентабельность – 57% против 47%). Мы полагаем, что в ближайшие годы, благодаря устойчиво высоким ценам на руду, а также тому обстоятельству, что компания начнет выпускать продукцию с более высокой добавленной стоимостью, чем концентрат (железорудные окатыши), EBITDA margin может достигнуть 74-75%, а чистая рентабельность – 55%.

Динамика финансовых показателей Стойленского ГОКа



Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

По нашим прогнозам, основанным на росте производства Стойленского ГОКа, а также стабильно благоприятном прогнозе цен на руду в ближайшие 2 года, финансовые показатели комбината будут постепенно увеличиваться. В то же время на более долгосрочную перспективу мы прогнозируем некоторую коррекцию цен на руду, в результате чего финансовые показатели начнут снижаться.

Прогноз финансовых показателей Стойленского ГОКа, 2007-2013

	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Производство концентрата, млн т	10.8	11.6	12.6	13.2	13.8	14.4	15.0	15.5
<i>Цена реализации, \$</i>		70	81	81	70	60	60	60
Выручка, \$ млн		813.5	1010.7	1061.0	965.1	863.6	900.0	930.0
Производство окатышей, млн т				2.4	2.5	2.7	2.9	3.0
<i>Цена реализации, \$</i>				85	80	75	75	75
Выручка, \$ млн				204.0	200.0	202.5	213.8	225.0
Прочая выручка, \$ млн		1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
Выручка, \$ млн	582.7	814.8	1 012.0	1 266.4	1 166.5	1 067.6	1 115.3	1 156.7
Себестоимость*, \$ млн	192.6	210.9	233.0	284.5	307.5	334.1	362.2	391.9
Валовая прибыль, \$ млн	382.2	603.9	779.0	981.9	859.0	733.5	753.1	764.8
Административные и коммерческие расходы, \$ млн	31.6	34.0	39.0	41.4	41.9	43.8	45.7	47.8
ЕБИТДА, \$ млн	350.6	570.0	739.9	940.5	817.1	689.8	707.4	717.0
Амортизация, \$ млн	7.9	10.0	25.6	31.7	33.5	32.6	32.6	32.6
ЕБИТ, \$ млн	342.7	559.9	714.3	908.9	783.6	657.1	674.7	684.4
Процентные расходы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прочие расходы	-16.6	-48.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прибыль до налогов	359.2	608.8	714.3	908.9	783.6	657.1	674.7	684.4
Налог на прибыль	86.2	144.4	171.4	218.1	188.1	157.7	161.9	164.3
Чистая прибыль	273.0	464.4	542.9	690.7	595.5	499.4	512.8	520.1
<i>норма ЕБИТДА</i>		70%	73%	74%	70%	65%	63%	62%
<i>норма чистой прибыли</i>		57%	54%	55%	51%	47%	46%	45%

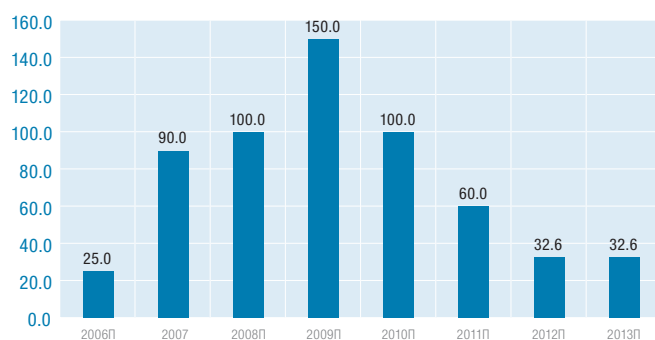
* - расчет себестоимости приведен в Приложении 1

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Инвестиционная программа

Сумма капитальных вложений в Стойленский ГОК в 2007-2011 гг. составит около \$500 млн. Основные направления программы развития комбината – это, во-первых, увеличение уровня производства железорудного концентрата до 15 млн т, во-вторых, запуск в эксплуатацию комплекса производства окатышей мощностью около 3 млн т.

Инвестиции в Стойленский ГОК, 2007-2013



Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Пик инвестиционных вложений, по нашим расчетам, придется на 2009 г., когда будет произведен запуск комплекса по выпуску окатышей. В 2012-2013 гг. мы приняли величину инвестиций равной амортизационным отчислениям.

Оценка компании

Мы провели оценку Стойленского ГОКа, используя метод дисконтированных денежных потоков. По нашим расчетам, справедливая стоимость одной обыкновенной акции комбината составляет \$1 322.2, что на 77% выше текущих котировок. Вместе с тем мы рекомендуем держать акции СГОКа, поскольку НЛМК может объявить оферту, пользуясь российским законодательством. Поэтому если НЛМК озвучит свое предложение миноритариям в краткосрочной перспективе, акции Стойленского ГОКа просто не успеют реализовать свой потенциал роста.

Расчет денежных потоков

	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ЕВИТ (+)	908.9	783.6	657.1	674.7	684.4
Скорректированные налоги (-)	218.1	188.1	157.7	161.9	164.3
Амортизация (+)	31.7	33.5	32.6	32.6	32.6
Инвестиции в оборотный капитал (-)	41.1	21.8	23.2	33.2	34.4
Инвестиции в основной капитал (-)	150.0	100.0	60.0	32.6	32.6
Свободный денежный поток	531.3	507.2	448.8	479.6	485.8
Дисконтированный денежный поток	474.8	405.0	320.2	305.8	276.8

Источник: данные компании, расчеты АнтантаГлобал

Результат модели DCF

WACC	11.9%
Стоимость долга после налога	9.1%
<i>Стоимость долга до налога</i>	<i>12%</i>
<i>Налог (эффективная ставка)</i>	<i>24%</i>
Стоимость акционерного капитала	11.9%
<i>Безрисковая ставка</i>	<i>6.1%</i>
<i>Премия за риск</i>	<i>6.5%</i>
<i>Beta unlevered</i>	<i>0.9</i>
<i>Beta levered</i>	<i>0.9</i>
Вес долга	0.0%
Вес акционерного капитала	100.0%
Долгосрочный темп роста	0%
Конечная стоимость	4 079.0
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн	2 323.9
Сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный период (2008-2012), \$ млн	1 782.6
Справедливое EV, \$ млн	4 106.5
Чистый долг, \$ млн	-11.2
Справедливая капитализация, \$ млн	4 117.6
Количество обыкновенных акций	3 114 331
Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$	1 322.2

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Таблица чувствительности

Темп роста	WACC						
	1 411.3	1 352.6	1 298.6	1 257.5	1 248.8	1 202.7	1 159.8
-1.0%	1 338.5	1 286.7	1 238.8	1 202.1	1 194.3	1 152.9	1 114.3
-2.0%	1 276.5	1 230.3	1 187.3	1 154.1	1 147.1	1 109.6	1 074.4
-3.0%	1 498.0	1 430.5	1 368.8	1 322.2	1 312.3	1 260.4	1 212.4
0.0%	1 602.8	1 523.9	1 452.4	1 398.7	1 387.4	1 328.1	1 273.7
1.0%	1 732.4	1 638.0	1 553.6	1 490.7	1 477.6	1 408.8	1 346.2
2.0%	1 896.5	1 780.8	1 678.6	1 603.3	1 587.7	1 506.4	1 433.2
3.0%	2 045.9	1 935.5	1 838.6	1 767.6	1 752.9	1 676.6	1 608.3

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Приложение 1

Расчет себестоимости

Коршунровский ГОК

	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Сырье и материалы	27.1	27.1	27.1	27.1	27.1	27.1
Работы и услуги	17.6	19.4	21.3	23.5	25.8	28.4
Топливо	11.7	11.3	11.0	10.7	10.4	10.4
Энергия	8.2	9.1	10.1	11.2	12.5	13.8
ЗП	27.1	29.8	32.8	36.1	39.7	43.7
Амортизация	10.3	11.0	11.6	12.2	12.1	12.0
Прочие	28.2	29.6	31.1	32.7	34.3	36.0
Себестоимость без амортизации	119.9	126.4	133.5	141.3	149.8	159.4

Оленегорский ГОК

	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Сырье и материалы	43.0	45.1	45.9	46.7	47.5	48.3
Работы и услуги производственного характера	20.6	21.6	22.0	22.4	22.8	23.2
Топливо	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Электроэнергия	17.7	20.5	23.2	26.2	29.6	33.4
Затраты на оплату труда	24.7	27.1	29.8	32.8	36.1	39.7
ЕСН	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6
Амортизация основных средств	14.4	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
Налоги, включаемые в себестоимость продукции	5.8	7.1	8.3	9.5	10.6	11.7
Прочие затраты	34.3	36.0	37.8	39.7	41.7	43.8
Себестоимость без амортизации	153.1	164.7	174.7	185.3	196.6	208.7

Карельский окатыш

	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Сырье и материалы	96.4	100.7	105.8	106.7	107.5	108.4
Работы и услуги производственного характера	86.3	90.2	94.7	95.5	96.3	97.1
Топливо	34.5	35.1	35.9	35.4	35.0	35.0
Электроэнергия	63.7	73.2	85.3	92.9	100.2	108.1
Затраты на оплату труда	53.2	58.6	64.4	70.9	77.9	85.7
ЕСН	11.8	12.2	12.5	12.9	13.3	13.7
Амортизация основных средств	27.3	27.0	26.7	26.7	26.8	26.8
Налоги, включаемые в себестоимость продукции	11.3	11.5	11.8	12.0	12.2	12.5
Коммерческие расходы	43.1	44.0	44.8	45.7	46.6	47.6
Прочие затраты	10.6	10.9	11.2	11.5	11.9	12.2
Себестоимость без амортизации	410.9	436.4	466.4	483.5	501.1	520.3

Стойленский ГОК

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Сырье и материалы	63.3	68.3	84.8	88.7	93.0	97.2	100.7
Работы и услуги	25.3	27.3	33.9	35.5	37.2	38.9	40.3
Топливо	12.7	13.3	16.1	16.3	16.7	16.9	17.5
Энергия	45.3	54.4	74.2	85.3	98.5	113.2	129.0
Оплата труда	42.2	46.4	51.0	56.1	61.7	67.9	74.7
Амортизация	12.0	25.6	31.7	33.5	32.6	32.6	32.6
ЕСН	8.4	8.9	9.3	9.8	10.3	10.8	11.3
Прочие	13.7	14.4	15.1	15.9	16.7	17.5	18.4
Себестоимость без амортизации	198.8	233.0	284.5	307.5	334.1	362.2	391.9

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн

	2005	2006	2007
Внеоборотные активы	176.0	197.1	334.2
Нематериальные активы	0.0	0.0	0.0
Основные средства	97.3	114.4	247.4
Прочие внеоборотные активы	78.7	82.6	86.8
Оборотные активы	300.0	557.3	657.6
Запасы	24.9	26.5	29.1
Дебиторская задолженность	25.1	27.7	27.3
Краткосрочные финансовые вложения	231.2	254.3	254.3
Денежные средства и эквиваленты	9.8	239.5	337.1
Прочие оборотные активы	8.9	9.4	9.8
Всего активов	476.0	754.4	991.8
Краткосрочные обязательства	11.9	12.7	13.9
Займы и кредиты	0.0	0.0	0.0
Кредиторская задолженность	11.7	12.4	13.7
Прочие краткосрочные обязательства	0.2	0.22	0.2
Долгосрочные обязательства	1.4	1.2	1.3
Займы и кредиты	0.3	0.0	0.0
Прочие долгосрочные обязательства	1.1	1.2	1.3
Капитал и резервы	462.7	740.5	976.5
Уставный капитал	0.1	0.11	0.1
Добавочный капитал	24.8	25	25
Нераспределенная прибыль	437.8	715.4	951.4
Всего пассивов	476.0	754.4	991.8

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн

	2005	2006	2007
Выручка	531.7	582.7	814.8
Себестоимость	189.2	192.6	210.9
Валовая прибыль	342.5	382.2	603.9
Ком. и упр. расходы	7.2	31.6	34.0
ЕБИТДА	335.4	350.6	570.0
Амортизация	6.7	7.9	17.0
ЕБИТ	328.7	342.7	553.0
Процентные расходы	-10.3	0.0	0.0
Прочие расходы	0.5	-16.6	-48.9
Прибыль до налогов	338.5	359.2	601.9
Налог на прибыль	82.7	86.2	144.4
Чистая прибыль	255.8	273.0	457.4

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Евгений Коган Генеральный директор тел.: +7 (495) 775-51-00	Галина Карякина Исполнительный директор тел.: +7 (495) 775-51-00	Николай Куликов Заместитель Генерального директора тел.: +7 (495) 775-51-00	Илья Разбаш Директор отдела по связям с общественностью тел.: +7 (495) 775-51-00 razbashi@antcm.ru	Алексей Ощепков Заместитель Генерального директора по развитию тел.: +7 (495) 775-51-00 oschepkoval@antcm.ru	Валерий Иванов Директор по продажам услуг ДУ (ПИОГЛОБАЛ) тел.: +7 (495) 960-29-03 vivanov@pioglobal.ru
--	---	--	---	--	--

УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ +7 (495) 783-44-44

Аслан Халишов Директор управления aslan@antcm.ru	Александр Антипов Заместитель директора aantipov@antcm.ru	Роман Гудков Директор торгового отдела rgudkov@antcm.ru	Владимир Морозов Менеджер отдела продаж morozovv@antcm.ru	Владелина Попсуева Менеджер отдела продаж popsuevav@antcm.ru	Ольга Молчанова Менеджер отдела продаж molchanovao@antcm.ru
Антон Макаров Директор отдела продаж amakarov@antcm.ru	Ольга Вакулова Менеджер отдела продаж vakulovao@antcm.ru	Кирилл Сильвестров Менеджер отдела продаж silvestrov@antcm.ru	Артем Ананиян Менеджер отдела продаж ananyanar@antcm.ru	Александр Дудников Менеджер рег. проектов doudnikoval@antcm.ru	Сергей Дроздов Менеджер отдела продаж drozdovs@antcm.ru
Дмитрий Шацкий Менеджер отдела продаж shatskiyd@antcm.ru	Джованни Кастиньяни Менеджер отдела продаж castignani@antcm.ru	Роман Осипов Менеджер отдела продаж osipovr@antcm.ru			

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ +7 (495) 775-51-00

Георгий Иванин Директор Химия, нефтехимия ivaning@antcm.ru	Дмитрий Терехов Старший аналитик Электроэнергетика terekhovd@antcm.ru	Максим Осадчий Старший аналитик Банки, денежные рынки osadchym@antcm.ru	Игорь Краевский Старший аналитик Машиностроение kraevskij@antcm.ru	Тимур Хайруллин Старший аналитик Нефть и газ khayrullint@antcm.ru	Федор Корначев Аналитик Электроэнергетика kornachyovf@antcm.ru
Евгений Рябков Заместитель директора Металлургия ryabkove@antcm.ru	Андрей Верхоланцев Старший аналитик Потребительский сектор verholancevan@antcm.ru	Анна Крылова Старший аналитик Телекоммуникации akrilova@antcm.ru	Александр Чуриков Старший аналитик Транспорт churikoval@antcm.ru		
Александр Потавин Заместитель директора Анализ рынков potavinal@antcm.ru	Сергей Грушенков Аналитик Анализ рынков grushenkovs@antcm.ru	Станислав Савинов Аналитик Анализ рынков savinovs@antcm.ru			

ОТДЕЛ ДИЗАЙНА И ИНТЕРНЕТ-ПРОЕКТОВ

Андрей Шаповаленко Директор отдела shapovalenkoa@antcm.ru	Михаил Подмогов Веб-программист podmogovm@antcm.ru	Мария Гаврина Редактор gavrinam@antcm.ru	Анна Бодренкова Дизайнер-верстальщик bodrenkovaa@antcm.ru	Евгений Миленький Дизайнер milenkije@antcm.ru
--	---	--	--	--

ОТДЕЛ ПЕРЕВОДОВ

Стивен Фраузел Директор отдела frauzels@antcm.ru	Александр Катешов Переводчик	Алла Пеклич Переводчик	Шон Хаскинс Переводчик	Ирина Гареева Переводчик	Алеся Бреевкова Переводчик
--	--	----------------------------------	----------------------------------	------------------------------------	--------------------------------------

ДЕПАРТАМЕНТ ИНВЕСТИЦИОННО - БАНКОВСКИХ УСЛУГ +7 (495) 981-15-85

Сергей Петров Директор petrovs@antcm.ru	Ирина Олишевская Помощник руководителя perfilevai@antcm.ru
--	--

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Давид Давтян Вице-президент davtiand@antcm.ru	Александр Чернов Старший эксперт chernoval@antcm.ru	Вячеслав Котов Старший аналитик kotovv@antcm.ru	Роман Уласевич Аналитик ulasevichr@antcm.ru	Татьяна Смирнова Помощник аналитика smirnovat@antcm.ru	Ярослав Самойлов Корпоративный юрист samoylovy@antcm.ru
Юрий Королев Заместитель директора KorolevYu@antcm.ru	Ельданиз Шихлинский Эксперт shikhliinskye@antcm.ru	Вероника Укадер Старший аналитик ukaderv@antcm.ru	Евгений Белов Аналитик belove@antcm.ru	Александр Галаганов Помощник аналитика GalaganovAl@antcm.ru	
Руслан Сатаров Заместитель директора SattarovR@antcm.ru	Татьяна Старикова Эксперт starikovat@antcm.ru				

ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Александр Бабурин Директор baburinal@antcm.ru	Александр Лоскутников Заместитель директора loskutnikoval@antcm.ru	Александр Хлопецкий Старший эксперт khlopetskya@antcm.ru	Екатерина Кузнецова Эксперт kuznetsovaev@antcm.ru	Монастыршин Дмитрий Финансовый аналитик monastyrshind@antcm.ru
--	---	---	---	---

СТРАТЕГИЧЕСКОЕ КОНСУЛЬТИРОВАНИЕ

Денис Борисенко Начальник отдела borisenkod@antcm.ru	Наталья Сычева Консультант sychevan@antcm.ru
--	--

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ООО «Антанта Капитал» (все указанные лицензии являются бессрочными):

1. Брокерская деятельность: лиц. № 177-09002-100000 от 21.03.2006;
2. Дилерская деятельность: лиц. № 177-09008-010000 от 21.03.2006;
3. Депозитарная деятельность: лиц. № 177-09017-000100 от 21.03.2006;
4. Деятельность по управлению ценными бумагами: лиц. № 177-09013-001000 от 21.03.2006.

© 2003-2008 Антанта Капитал. Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Аналитический отдел компании Антанта Капитал и ее аффилированные члены не несут ответственности за использование данной информации. Инвестиции в российскую экономику и ценные бумаги сопряжены с большим риском. Исходя из этого, инвесторам рекомендуется проводить тщательную проверку финансово-экономической деятельности эмитентов перед принятием инвестиционного решения. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.