

Железорудный бизнес: Кризис позади?

RESEARCH
NOTE

Аналитик: Николай Осадчий
osadchiy@sovlink.ru

Компании,
упомянутые в
обзоре

Коршуновский ГОК
Покупать, \$2234

Михайловский ГОК

-

Богословское РУ

-

- Компании черной металлургии одними из первых стали говорить о восстановлении уровня производства к докризисным величинам. На этом фоне позиции предприятий, снабжающих сырьем производство стали, укрепились еще сильнее. Если в разгар спада в промышленности у них была возможность компенсировать выпадающие доходы за счет поставок на экспорт, то теперь потребность в их продукции существует и внутри страны.

- Однако ценовой фактор в отрасли пока остается слабым. В 2010 году нет оснований для быстрого восстановления котировок на железную руду, а движение вверх будет диктоваться прежде всего изменениями на валютном рынке. Если глобальная экономика будет сохранять поступательное движение, к концу года можно рассчитывать, что стоимость ГК проката в России составит \$660 за тонну, а цена железорудного концентрата составит \$65 за тонну. Извлечь выгоду при этом смогут только те компании, которые обеспечат максимальную загрузку своих мощностей.

- Сектор производителей железной руды представлен в России более чем 15 крупными предприятиями, однако сегодня только 3 из них имеют котировки на российских биржах и представляют интерес для инвесторов: "**Коршуновский ГОК**", "**Михайловский ГОК**" и "**Богословское рудоуправление**". При этом только акции "**Коршуновского ГОКа**" обладают достаточной ликвидностью что делает выбор инвестиций в сектор совсем узким. Фактически "**Коршуновский ГОК**" является единственной бумагой, пригодной для портфельного инвестирования в отрасли.

- Дополнительный интерес к акциям немногих оставшихся независимых игроков создает процесс интеграции, который обеспечивает высокую оценку зарубежных аналогов. Китайские сталелитейные компании сегодня заинтересованы не только в поставках руды, но и в приобретении контроля над месторождениями, что формирует инвестиционный спрос на активы.

- До тех пор, пока в отрасли сохраняется неопределенность в отношении долгосрочных перспектив, а компании придерживаются тактики заключения краткосрочных контрактов, наиболее разумным способом оценки компаний выступает сравнение с зарубежными аналогами. Базируясь на результатах мультипликативного анализа мы отмечаем существенную недооценку российских компаний.

- Однако реализовать эту стоимость могут только компании, демонстрирующие низкие риски для инвесторов. Среди рассмотренных компаний только "**Коршуновский ГОК**" соответствует этому условию. **Мы устанавливаем по акциям КОГК целевую цену \$2234 за акцию и рекомендацию ПОКУПАТЬ.**

Компания	Покупка \$	Продажа \$	Кол-во акций млн	Кап-я \$ млн	Целевая кап-я 2010 \$ млн	Целевая цена \$	Потенциал роста %
Коршуновский ГОК	1 450	1 650	0,250	387,7	558,7	2 233	44,1%
Михайловский ГОК	100	195	7,121	1 050	-	-	-
БРУ	110	300	0,074	15,2	-	-	-

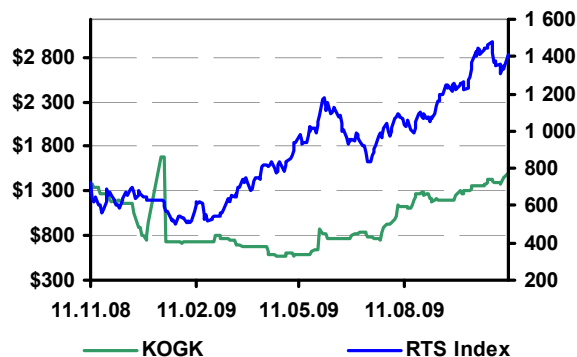
Возможности инвестиций в сектор сильно ограничены

Из всего сектора только "Коршуновский ГОК" обладает ликвидными котировками, что делает его наиболее интересным инструментом на рынке. Акции "Михайловского ГОКа" и "Богословского управления" также обращаются на бирже, однако они слабо реагируют на изменения рыночной конъюнктуры. 14,5% акций "Коршуновского ГОКа", находящиеся в свободном обращении, обеспечивают достаточный простор для участия портфельных игроков, о чем наглядно свидетельствует корреляция с рыночными индексами.

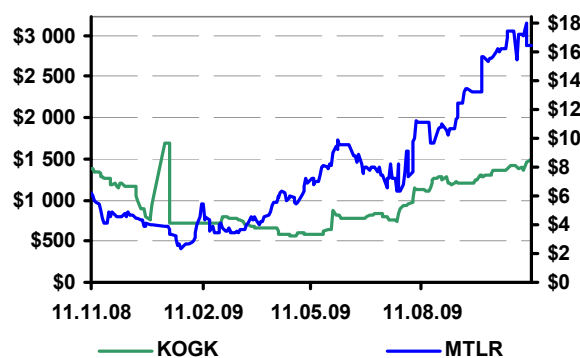
Акции "Коршуновского ГОКа" — единственные в секторе, которые начали расти в этом году, однако этот рост все еще существенно слабее динамики более ликвидных акций, о чем свидетельствует отставание как от индекса РТС, так и от котировок материнской компании — "Мечела". Даже если последние на этом остановят свое поступательное движение, КГОК имеет все шансы улучшить свое положение за счет уменьшения существующего сегодня дисконта за низкую ликвидность, а также за счет фактического отсутствия других конкурентов в борьбе за средства инвесторов в этом секторе.

В пользу инвестиций в акции "Михайловского ГОКа" и "Богословского управления" сегодня говорит значительная недооценка. На наш взгляд, она может быть устранена, однако пока этому препятствует низкая ликвидность их ценных бумаг и высокие корпоративные риски.

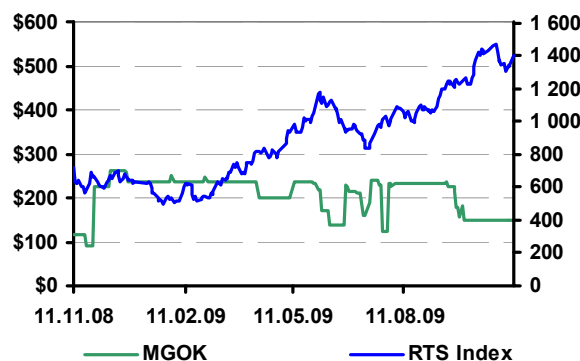
"Коршуновский ГОК" и индекс РТС



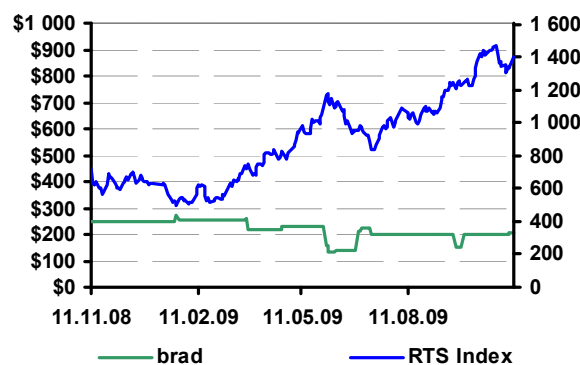
"Коршуновский ГОК" и "Мечел"



"Михайловский ГОК" и индекс РТС



"Богословское рудоуправление" и индекс РТС



Источник: РТС (котировки mid-market)

Кризис в производстве руды оказался коротким

После мощного падения производства в конце 2008 года трудно было представить, что металлургический сектор ждет что-то хорошее. Выпуск стали, железной руды, коксующегося угля в России упал более чем на 45% по сравнению с началом года. Ситуация выглядела немногим лучше, чем у других производителей на территории стран СНГ — Украины и Казахстана, где падение объемов добычи железной руды превысило 55%.

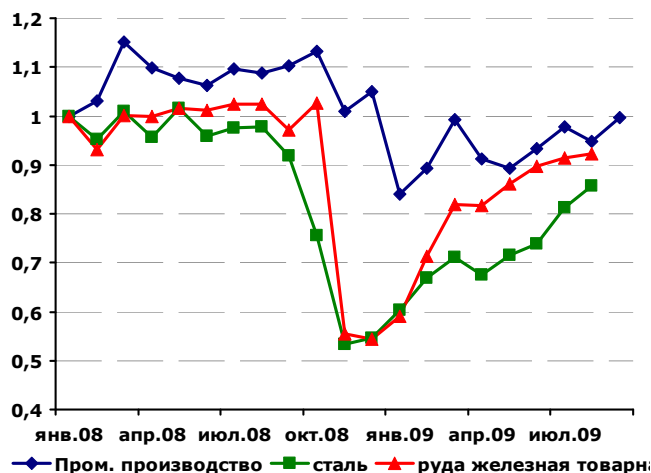
Примечательно, что падение производства металлургического сырья и продукции дальнейших переделов оказалось намного глубже, чем снижение, затронувшее предприятия в других секторах экономики. Но по этой же причине дальнейшее восстановление здесь оказалось более быстрым и решительным.

Уже к началу IV квартала производство руды находилось всего на 8-10% ниже уровней, характерных для предкризисного состояния. Тем самым было практически ликвидировано отставание сектора от остальных отраслей промышленности, где сегодня также наблюдается спад в диапазоне 8-10% по отношению к докризисным величинам.

Чтобы понять, почему наиболее глубокое падение затронуло именно металлургию и связанных с ней поставщиков, нужно вспомнить, что продукция этого сегмента является базовой для многих других отраслей экономики, которые, оказавшись в условиях падающего спроса и проблем с ликвидностью, внезапно прекратили закупки сырья, переключившись на использование накопленных запасов. Для металлургических комбинатов подобная реакция была шоком, особенно после исключительно благоприятной конъюнктуры в течение первой половины 2008 года, и им пришлось пойти на решительные шаги — остановку доменных печей.

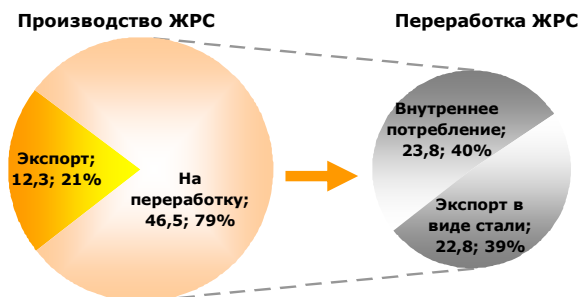
Преодолеть это состояние можно было, только обретя твердую опору в виде покупателей, которые могли расплачиваться живыми деньгами за поставленную продукцию. И в роли таких покупателей выступили сначала импортеры из других стран, а впоследствии — отечественные компании, получившие помощь в виде кредитов от государственных банков.

Индексы производства ЖРС и стали на фоне пром. производства в России: за резким спадом в конце 2008 г. последовало быстрое восстановление

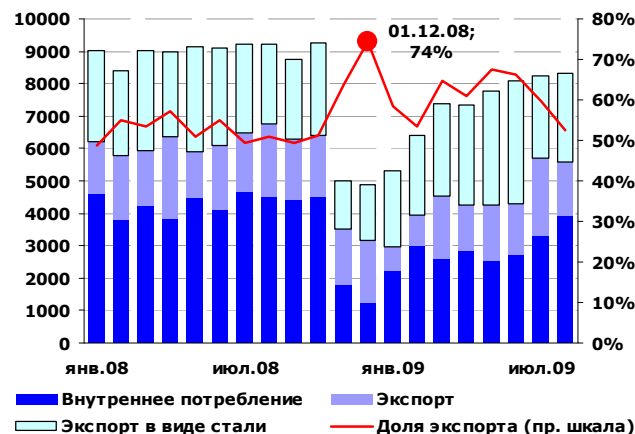


Январь 2008 г. = 1
Источник: Росстат

Внешний и внутренний рынок ЖРС России, млн. т / % за 8 мес. 2009 г.)



Потребление и экспорт ЖРС из России, тыс. т. С учетом поставок за рубеж черных металлов, доля экспорта ЖРС в 2009 году составляет более 60% добычи



Источник: Росстат, ФТС РФ, оценки «Соалинк»

Рынок ЖРС в России: вертикаль сбыта

С тех пор как практически все действующие месторождения железной руды в России оказались под контролем металлургических холдингов, в этой отрасли мало что меняется, даже в связи с кризисом. Состав продавцов и покупателей сырья диктуется потребностями металлургов для производства чугуна и избыточным предложением собственных добывающих мощностей.

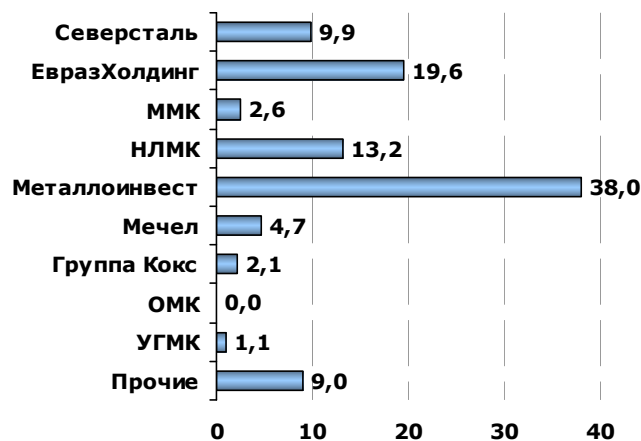
Наибольший избыток производства ЖРС наблюдается сегодня у компаний, входящих в холдинг "Металлоинвест". Если другие компании обладают мощностями по добыче железной руды лишь в объеме, достаточном для удовлетворения собственных запросов, то "Металлоинвест" производит руду специально для реализации на внутренний и внешний рынки. Тем не менее, это не приводит к возникновению монополии, поскольку остальные участники рынка ведут между собой активную торговлю рудой, ориентируясь не столько на фактор собственности, сколько на территориальную удаленность поставщика, а также качество руды.

Среди крупных комбинатов наибольший объем закупок руды осуществляет ММК, однако он делает это на внешнем рынке — исторически его контрагентом выступает казахский производитель ССГПО. Таким образом, импорт также создает предпосылки для сохранения конкурентной среды на рынке.

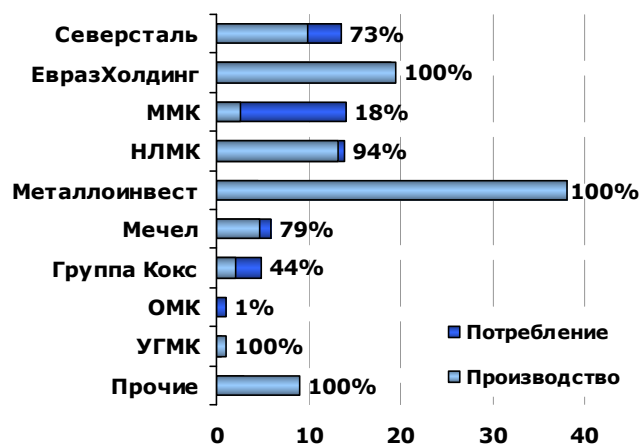
В настоящее время большинство заключаемых на рынке договоров — краткосрочные, поскольку игроки предпочитают не брать на себя риски долгосрочных поставок. Это тоже способствует увеличению активности на рынке железной руды и привязке внутренних цен к уровню зарубежных рынков.

После бурных колебаний конъюнктуры 2007-08 гг. цены на железную руду и сталь демонстрируют тенденцию к стабилизации динамики в 2009 г. Существенное падение спроса, которое привело к падению котировок, сменилось плавным восстановлением. Однако увеличение объемов поставок пока не обеспечивает нового подъема цен, так как в мире по-прежнему существует недозагрузка мощностей по добыче руды. Пока она сохраняется, об улучшении конъюнктуры в

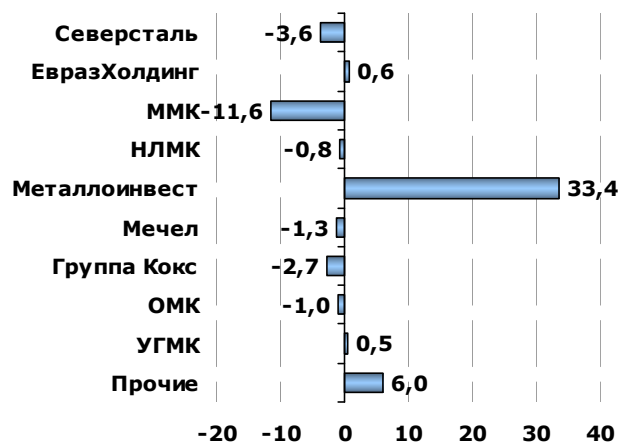
Производство ЖРС в РФ в 2008 г. (млн. т.) сосредоточено в руках 7 вертикально-интегрированных металлургических холдингов



Обеспеченность холдингов собственным ЖРС в 2008 г. (млн т, %)



Вертикальная интеграция определяет структуру спроса (-) и предложения (+) на российском рынке ЖРС, млн. т



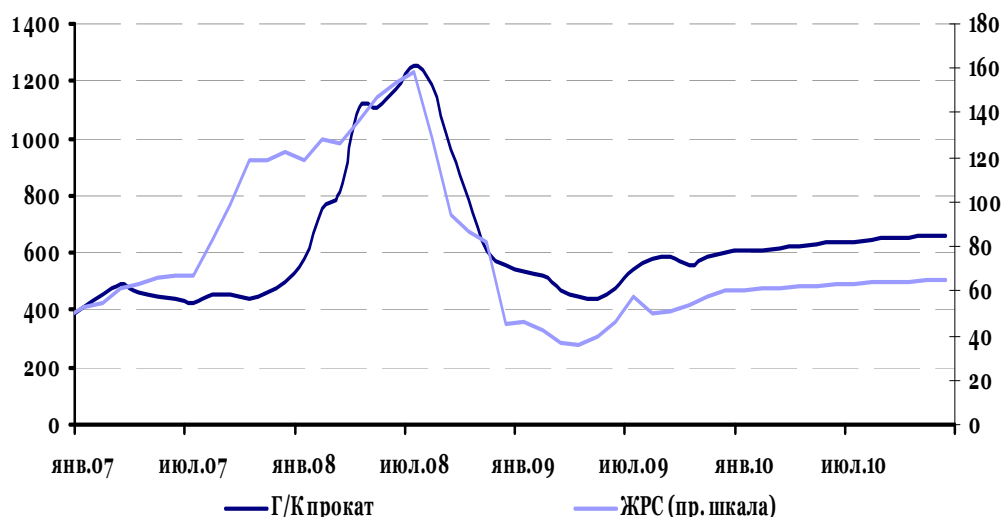
Источник: Данные компаний, оценки «Совлинк»

этой отрасли можно говорить лишь в номинальном выражении — то есть с темпами обесценения курса доллара США.

Положение производителей усложняется тем, что рынки стали и железной руды оказались сегодня в жесткой зависимости от мер поддержки развития, которые предпринимаются странами, затронутыми кризисом в наибольшей степени. До тех пор, пока эта зависимость сохраняется, предприятиям сложно строить долгосрочные планы, а большинство контрактов на поставку железорудного сырья заключаются на краткосрочных условиях.

Базируясь на этих предпосылках, мы полагаем, что в 2010 году нет оснований для быстрого восстановления котировок на железную руду, а движение вверх будет диктоваться прежде всего изменениями на валютном рынке. При условии, что глобальная экономика будет сохранять поступательное движение по выходу из рецессии, к концу года можно рассчитывать, что стоимость горячекатаного проката в России достигнет \$660 за тонну, а цена железорудного концентрата составит \$65 за тонну.

Текущая и ожидаемая динамика цен на сталь (Г/К прокат) и ЖРС, \$/т



Источник: Bloomberg, оценки «Совлинк»

Сравнительная оценка железорудных компаний

В условиях высокой неопределенности будущих макроэкономических переменных сравнительный метод сохраняет свои преимущества по отношению к другим способам анализа стоимости компаний. Опираясь на полученные с его помощью результаты, мы можем констатировать, что российские железорудные компании по всем параметрам сохраняют значительную недооценку относительно зарубежных конкурентов. Хотя полученные результаты не позволяют судить о переоцененности, либо недооцененности мировой отрасли в целом, **масштаб отставания стоимости российских производителей железной руды все еще очень велик. Его ликвидация практически при любой конъюнктуре зарубежных финансовых рынков обеспечит повышение капитализации российских эмитентов.**

Формальный анализ по прогнозным показателям деятельности железорудных компаний оставляет за кадром часть рисков, связанных с перспективами бизнеса, однако дает возможность пользователю самому оценить, насколько расхождения в прогнозной стоимости соответствуют качественным различиям компаний.

В нашей оценке мы использовали 4 финансовых и 2 производственных мультипликатора, которые отражают доходные, долговые и производственные аспекты деятельности компаний. Показатели P/E и EV/EBITDA позволяют наиболее адекватно судить о стоимости компаний. Однако в 2009, а также 2010 гг. их значения менее репрезентативны, так как из-за последствий кризиса прибыли могут быть близки к нулю, либо вовсе отрицательны. Их недостаток могут компенсировать мультипликаторы P/S и P/BV, опирающиеся на величины выручки и собственного капитала. Однако они, в свою очередь, не отражают компоненты затрат в бизнесе. Натуральные показатели запасов и объема реализованной продукции, не привязанные к финансовой перспективности бизнеса, демонстрируют его стоимость с точки зрения эффективности и масштаба месторождений. Сочетание этих мультипликаторов позволяет дать комплексную оценку бизнеса в пределах названных ограничений.

Показатели деятельности российских железорудных компаний в 2009Е и 2010Е гг.

Компания	Выручка \$млн		ЕБИТДА \$млн		Прибыль \$млн		Собственный капитал \$млн		Чистый долг \$млн		Резервы млн т, 63%Fe		Производство млн т, 63%Fe	
	2009Е	2010Е	2009Е	2010Е	2009Е	2010Е	2009Е	2010Е	2009Е	2010Е	2009Е	2010Е	2009Е	2010Е
Михайловский ГОК	587,1	628,5	-32,5	24,3	-33,6	10,7	1632,8	1640,8	655,7	655,7	5462,9	5452,8	16,2	19,4
Коршуновский ГОК	145,3	170,3	33,1	50,1	21,3	34,1	295,9	321,4	3,0	3,0	82,5	80,6	4,4	4,7
БРУ	9,4	6,0	-1,1	-0,1	-2,8	-1,3	14,9	13,9	1,0	1,0	28,7	28,4	0,5	1,1

Число зарубежных компаний, пригодных для сравнения, сегодня крайне ограничено в силу высокой концентрации отрасли. Это создает дополнительный интерес к акциям оставшихся немногих независимых игроков и увеличивает их стоимость в свете возможных поглощений. Одним из показательных примеров подобного рода можно считать предстоящую покупку 15% акций австралийской Aquila resources со стороны ведущего сталелитейного холдинга Китая Baosteel за \$240 млн.

Для российских эмитентов перспектива поглощения менее вероятна, поскольку почти все они уже включены в цепочки поставок сталелитейных компаний и также подконтрольны крупным холдингам. Тем не менее, **эффект продолжающихся процессов интеграции в глобальной металлургической индустрии, которые сегодня стимулируются высокой активностью китайских покупателей, неизбежно будет повышать капитализацию российских компаний.**

Все рассмотренные нами зарубежные компании целиком, либо частично, специализируются на производстве железной руды. В случае если компания добывает также другие виды сырья (как например Cleveland-Cliffs, производящая дополнительно коксующийся уголь), мы производили пересчет в единицы руды исходя из среднего соотношения стоимости этих видов сырья за два года. Пересчет коксующегося угля производился исходя из пропорции 0,853 тонны за 1 тонну железорудного концентрата. Базой для сравнения по натуральным показателям выбран концентрат с содержанием железа в руде 63%.

Кроме того, мы учли с помощью коррекций различия в датах окончания финансового года у зарубежных компаний. Отчетность австралийских компаний за 2009 финансовый год учитывает III и IV кварталы 2008 г., в результате чего их результаты в страдают от наиболее острой фазы кризиса и не являются полностью сопоставимыми в исходном варианте.

Мультипликаторы железорудных компаний в 2009E и 2010E гг.

	P/S		EV/EBITDA		P/E		P/BV		EV/Reserves		EV/Production	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
Российские производители												
Коршунковский ГОК	2,7	2,3	11,8	7,8	18,2	11,4	1,3	1,2	4,7	4,8	88,8	83,5
Михайловский ГОК	1,8	1,7	-	-	-	-	0,6	0,6	0,3	0,3	105,6	88,0
БРУ	1,6	2,5	-	-	-	-	1,0	1,1	0,6	0,6	30,2	14,7
Среднее значение	2,0	2,1	11,8	7,8	18,2	11,4	0,9	0,9	0,9	1,0	65,7	47,6
Зарубежные производители												
Kumba Iron Ore	3,7	3,7	6,9	7,7	13,3	14,5	-	7,7	8,9	-	256,5	281,6
Cleveland-Cliffs	2,1	1,6	14,6	6,7	-	13,9	1,8	1,6	4,0	4,6	164,9	184,1
Fortescue Metals Group	5,7	4,7	15,8	13,9	-	29,5	-	-	9,3	8,1	450,1	285,2
Mount Gibson Iron	3,1	2,5	5,0	3,6	21,3	13,1	1,7	1,5	-	-	217,2	283,7
Ferrexpo	2,6	2,2	13,1	7,2	24,1	10,7	3,3	2,6	2,0	2,1	188,7	197,8
Среднее значение	3,2	2,7	10,1	7,1	19,0	15,3	2,2	2,6	5,1	4,3	239,0	242,0

Оценка российских компаний с помощью мультипликаторов дает наиболее адекватный результат у "Коршунковского ГОКа". По нашему мнению, эта компания покажет высокие результаты деятельности и в 2009 и в 2010 году, о чем свидетельствуют итоги работы уже за первые два квартала 2009 года. Оценка "Михайловского ГОКа" менее однозначна. Мы считаем, что эта компания только к 2010 году сможет продемонстрировать положительную норму доходности, и это делает ненадежными мультипликаторы, основанные на показателях прибыли. Аналогично отсутствие прибыли делает неприменимыми соответствующие мультипликаторы для "Богословского рудоуправления". Стоит отметить, что с низкой прибылью сталкиваются сегодня и зарубежные производители. Рентабельность Cleveland-Cliffs по итогам 2009 года может составить всего 2,5%, что делает показатель прибыли мало пригодным для оценки стоимости.

Тем не менее, позиции "Михайловского ГОКа" наиболее сильны при рассмотрении запасов его месторождений, которые превосходят по масштабу проекты всех остальных компаний, выбранных нами для сравнения, вместе взятые. При этом капитализация российской компании составляет немногим более \$1 млрд., т.е. меньше, чем у каждого из зарубежных аналогов в отдельности. Объяснить подобный дисконт можно только высокими рисками, связанными с инвестированием в МГОК, происходящими в том числе от низкой ликвидности и небольшого уровня free float акций.

При получении итоговой оценки мы опирались на средневзвешенную величину использованных мультипликаторов с различными весами. Вес 60% поровну распределен между финансовыми мультипликаторами, а остальные 40% — между натуральными показателями. Подобные пропорции разумны, поскольку соответствуют результатам статистики сравнительного анализа, описывающей эффективность мультипликаторов.

Для расчета оценки мы использовали только ожидаемые значения мультипликаторов за 2010 год.

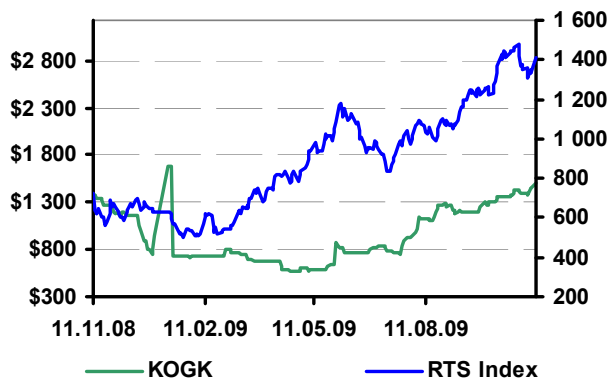
Мы полагаем, что стоимость каждой из рассмотренных нами компаний имеет существенный потенциал роста до конца 2010 года при условии, что они обеспечат условия инвестирования в свои акции сопоставимые с зарубежными конкурентами. В случае акций "Михайловского ГОКа" и "Богословского РУ" подобное предположение может быть выполнено лишь с небольшой долей вероятности. Поэтому мы предлагаем использовать полученные для них оценки лишь для целей сравнения.

Расчет целевой стоимости российских компаний

Компания	Покупка \$	Продажа \$	Кол-во акций млн	Р \$млн	Р tgt '09 \$млн	Р tgt '10 \$млн	Целевая цена \$	Потенци ал роста \$
Коршуновский ГОК	1 450,0	1 650,0	0,250	387,7	525,1	558,7	2233,85	44,1%
Михайловский ГОК	100,0	195,0	7,121	1 050,4	5 397,6	5 586,3	-	-
БРУ	110,0	300,0	0,074	15,2	72,8	76,7	-	-

Коршуновский ГОК

Справедливая цена: \$2234



Данные об эмитенте

Ticker	KOGK	M.Cap, \$ mn	387.7
Shares ords, mn	0,25	Free Float, %	14,4%
Shares prefs	-	Free Float, \$ mn	55,7
Bid Ords, \$	1 450	Offer Ords, \$	1 650

Финансовое положение, 2009E

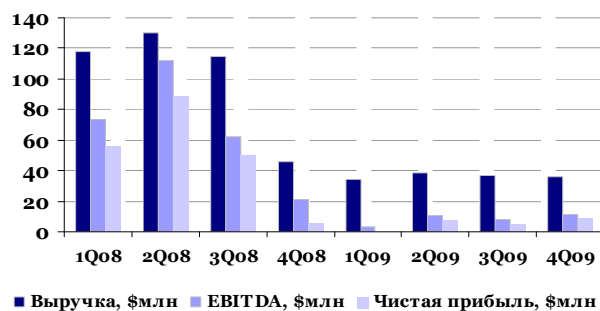
Revenue, \$ mn	145,3	P/S	2,67
EBITDA, \$ mn	33,1	EV/EBITDA	11,80
Net Income, \$ mn	21,28	P/E	18,22

Динамика торгов

	1 month	6 months
Absolute	13,97%	164,96%
Relative to RTSI	13,26%	80,67%
Price range, \$		
High	1 550,0	1 550,0
Low	1 355,0	585,0

Источник: РТС, «Совлинк»

Динамика доходов и прибыли, \$млн



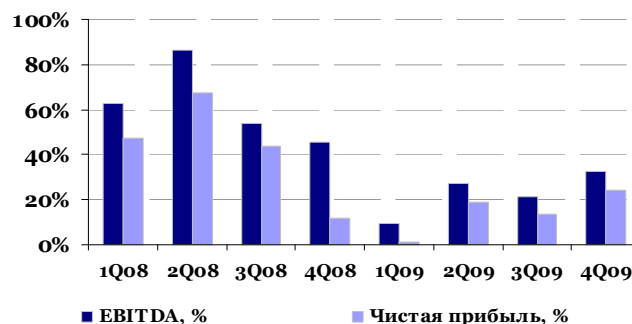
Источник: данные компании, 3Q 2009 и далее — оценки «Совлинк»

Годовые результаты 2007-2010, \$млн

	2007	2008	2009 E	2010 E
Выручка	324,2	408,6	145,3	170,3
ЕВITDA	160,2	269,0	33,1	50,1
ЕВITDA, %	49%	66%	23%	29%
Прибыль	109,1	199,5	21,3	34,1
Прибыль, %	34%	49%	15%	20%
Собственный капитал	231,1	234,9	295,9	321,4
Чистый долг	4,2	4,3	3,0	3,0

Источник: данные компании, 3Q 2009 и далее — оценки «Совлинк»

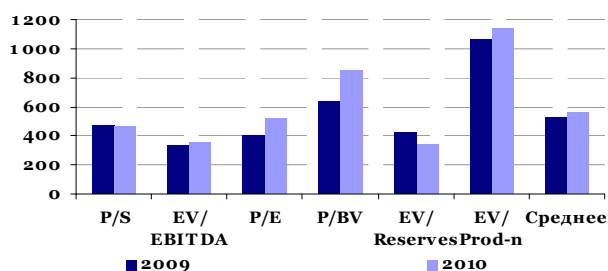
Динамика рентабельности, %



Квартальные результаты 2009 г., \$млн

	1Q09	2Q09	3Q09 E	4Q09 E
Выручка	34,5	38,4	36,5	35,8
ЕВITDA	3,2	10,5	7,7	11,6
ЕВITDA, %	9%	27%	21%	32%
Прибыль	0,3	7,3	5,0	8,7
Прибыль, %	1%	19%	14%	24%
Собственный капитал	271,6	285,6	289,4	295,9
Чистый долг	-0,3	3,0	3,0	3,0

Оценка стоимости по мультипликаторам, \$млн



Источник: оценки «Совлинк»

Состав акционеров



Источник: СПАРК

Структура сбыта

Продукция "Коршунковского ГОКа", железорудный концентрат с содержанием железа 62,5%, ориентирована на использование внутри группы "Мечел". В 2008 году 47% руды, добываемой на "Коршунковском ГОКе", поступало на Челябинский металлургический комбинат.

Это соответствует более 40% потребностей главного металлургического комбината группы, в то время как остальной объем потребностей последнего закрывается за счет поставок с Курской магнитной аномалии.

"Коршунковский ГОК" способен практически полностью удовлетворить спрос "Мечела" на ЖРС, однако по экономическим соображениям остальную руду сегодня выгоднее экспортировать. Доступ к рынку Китая послужил для комбината своеобразной страховкой от перебоев в спросе со стороны материнской компании. Благодаря экспорту предприятие смогло благополучно пережить наиболее острый период кризиса в отрасли без масштабного спада производства и сокращений персонала.

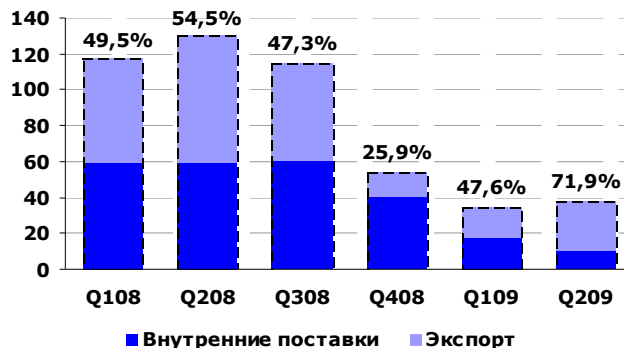
Сырьевая база

Действующей рудной базой для предприятия выступают месторождения: Коршунковское и Рудногорское, расположенные в Иркутской области на расстоянии 180 и 160 км от Братска. В 2008 году объем добычи на каждом из них составил 5,7 и 5,9 млн т руды соответственно. Два других месторождения компании — Татьянинское и Красноярское составляют резерв увеличения добычи в будущем. При текущем уровне производства на Коршунковском ГОКе по 11,5 млн. т руды в год, это соответствует обеспеченности сырьем до 2026 года.

Контроль над предприятием

Основной акционер "Коршунковского ГОКа" — "Мечел Майнинг", владеющий 85,64% акций. Вместе с угольными активами КГОК образует добывающий дивизион группы, который может быть отделен от металлургического дивизиона, если состоится размещение акций "Мечел Майнинг". Группа давно заинтересована в подобном шаге, однако из-за кризиса приняла решение о его отсрочке. Мы считаем, что если это событие состоится, акции "Коршунковского ГОКа" заметно выиграют в цене от повышения прозрачности бизнеса.

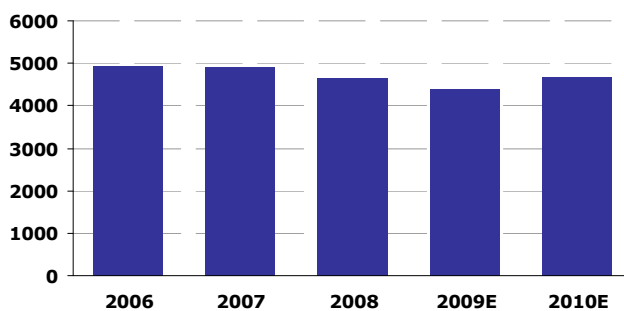
Структура доходов (\$млн) и доля экспортных поставок (%)



Основные покупатели руды в 2008 г., %



Производство концентрата, тыс. т



Запасы руды "Коршунковского ГОКа", оценка на 01.01.2009, млн т

Месторождение	Запасы руды	Содержание железа, %
Коршунковское	47,6	24,8%
Рудногорское	89,1	35,1%
Татьянинское	4,1	25,4%
Красноярское	52,3	15%
Всего	193,1	26,9%

Источник: Данные компании, оценки «Совлинк»

Сравнительная оценка

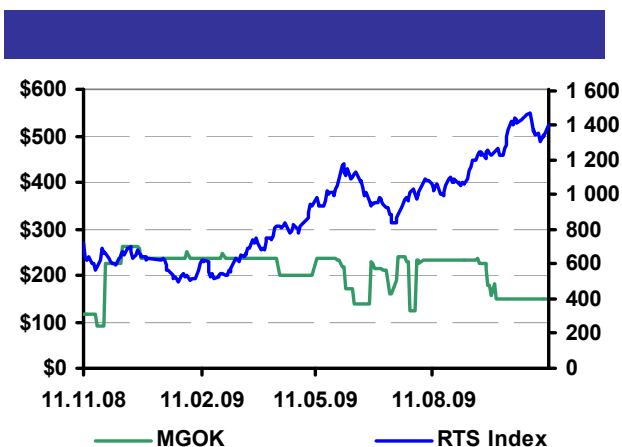
	Год	P/S	EV/ EBITDA	P/E	P/BV	EV/ Reserves	EV/ Prod-n	Среднее
Мир	2009	3,25	10,11	18,97	2,17	5,09	239,05	
	2010	2,71	7,12	15,26	2,64	4,30	241,97	
КОГК	2009	2,67	11,80	18,22	1,31	4,74	88,82	
	2010	2,28	7,80	11,38	1,21	4,85	83,47	
Вес		15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Капитализация,	2009	472,2	331,9	403,6	642,5	417,1	1057,0	525,1
\$млн	2010	462,2	354,0	520,0	849,4	343,2	1138,6	558,7

Источник: оценки «Совлинк»

Согласно мультипликативному анализу в сравнении с пятью зарубежными производителями железорудного сырья мы оцениваем стоимость "Коршуновского ГОКа" в \$558,7 млн. Это соответствует цене обыкновенной акции \$2233,85 и потенциалу роста на 44,1%

КГОК можно считать единственным ликвидным инструментом в сегменте железорудных компаний в России. Величина free-float компании достаточна, чтобы обеспечить достаточный спрос и предложение на ее ценные бумаги. Мы устанавливаем по акциям "Коршуновского ГОКа" рекомендацию **ПОКУПАТЬ**.

Михайловский ГОК



Данные об эмитенте

Ticker	MGOK	M.Cap, \$ mn	1050
Shares ords, mn	7,121	Free Float, %	2,33%
Shares prefs	0.880	Free Float, \$ mn	24.5
Bid Ords, \$	100	Offer Ords, \$	195

Финансовое положение, 2009E

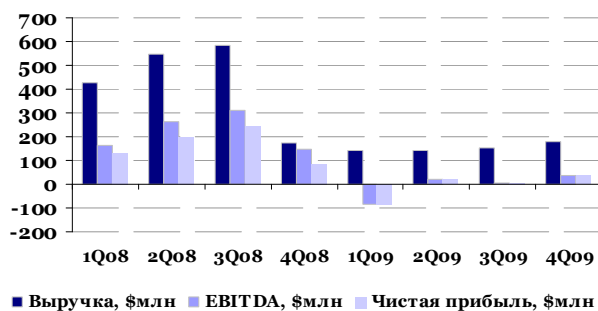
Revenue, \$ mn	587,1	P/S	1,79
EBITDA, \$ mn	-32,5	EV/EBITDA	-
Net Income, \$ mn	-33,60	P/E	-

Динамика торгов

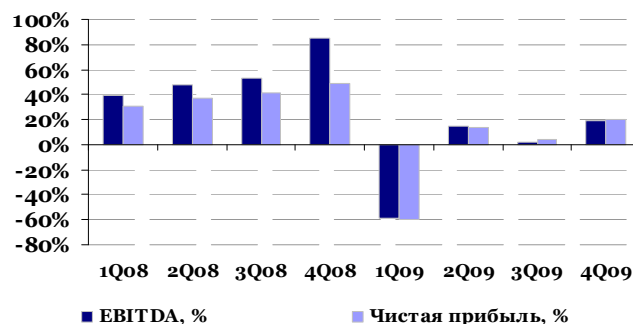
	1 month	6 months
Absolute	-1,67%	-37,76%
Relative to RTSI	-2,28%	-57,56%
Price range, \$		
High	150,0	240,0
Low	147,5	125,0

Источник: РТС, «Совлинк»

Динамика доходов и прибыли, \$млн



Динамика рентабельности, %



Источник: данные компании, 3Q 2009 и далее — оценки «Совлинк»

Годовые результаты 2007-2010, \$млн

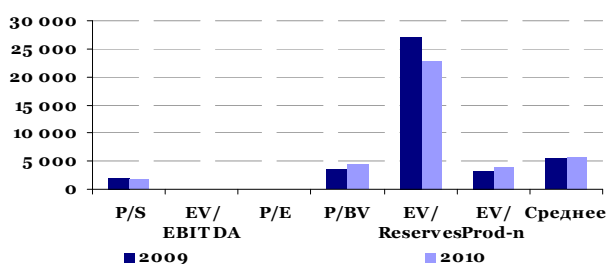
	2007	2008	2009 E	2010 E
Выручка	1264,3	1728,7	587,1	628,5
ЕВITDA	553,9	884,9	-32,5	24,3
ЕВITDA, %	44%	51%	-6%	4%
Прибыль	413,0	656,9	-33,6	10,7
Прибыль, %	33%	38%	-6%	2%
Собственный капитал	1466,1	1489,9	1632,8	1640,8
Чистый долг	149,0	151,4	655,7	655,7

Источник: данные компании, 3Q 2009 и далее — оценки «Совлинк»

Квартальные результаты 2009 г., \$млн

	1Q09	2Q09	3Q09 E	4Q09 E
Выручка	142,2	141,6	142,5	160,8
ЕВITDA	-83,3	21,5	-0,6	29,9
ЕВITDA, %	-59%	15%	0%	19%
Прибыль	-85,5	20,1	2,3	29,4
Прибыль, %	-60%	14%	2%	18%
Собственный капитал	1529,9	1609,0	1610,7	1632,8
Чистый долг	623,5	655,7	655,7	655,7

Оценка стоимости по мультипликаторам, \$млн



Источник: оценки «Совлинк»

Состав акционеров



Источник: СПАРК

Структура сбыта

Входящие в группу "Металлоинвест" "Михайловский ГОК" вместе с "Лебединским ГОКом" образуют основу железорудной отрасли страны (38% производства ЖРС в РФ в 2008 г.). При этом только 12% руды, производимой "Лебединским ГОКом" (оценка 2008 г.) перерабатывается в чугун на предприятиях "Металлоинвеста". Остальной объем реализации приходится на металлургические комбинаты других холдингов и экспорт.

Продукцией комбината является доменная руда (40% Fe) и аглоруда (52% Fe), железорудный концентрат (60-65% Fe), а также окатыши (63% Fe).

В период наиболее острого дефицита спроса в декабре 2008 г. ГОК не сумел переориентировать поставки на внешний рынок, в результате падение производства в этот месяц составило 56% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Однако в 2009 году предприятие сумело быстро восстановить объем реализации. Уже в марте отставание от результата 2009 года составляло всего 8,6%. Это позволило комбинату избежать серьезных проблем и не проводить сокращения персонала.

Сырьевая база

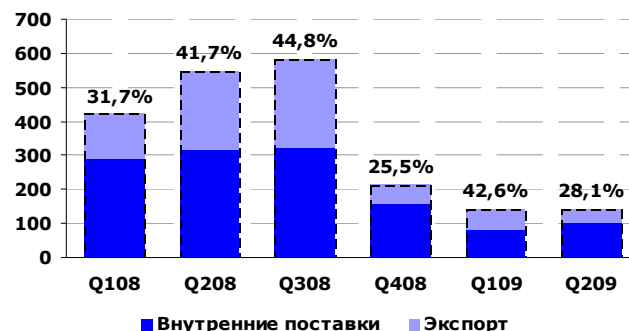
Балансовые запасы "Михайловского ГОКа" оцениваются в 8,7 млрд. т руды (данные МАЦ Минерал), что по мнению руководства предприятия достаточно для обеспечения предприятия сырьем на 250-300 лет

С 2008 года МГОК является также собственником на разработку запасов Удоканского полиметаллического месторождения совместно с "Ростехнологиями". Несмотря на то, что это одно из крупнейших в мире месторождений меди (14,4 млн т по категориям В+С1), его разработка требует значительных инвестиций и в настоящее время планы его разработки отложены до согласования условий финансирования с банками..

Контроль над предприятием

Доля "Металлоинвеста" в уставном капитале "Михайловского ГОКа" составляет 97,67%. Таким образом, количество свободно обращающихся акций компании крайне невелико и это создает угрозу проведения принудительного выкупа у миноритариев. Поскольку "Металлоинвест" рассматривает возможность размещения на бирже объединенной компании в будущем, такая вероятность существует в среднесрочной перспективе.

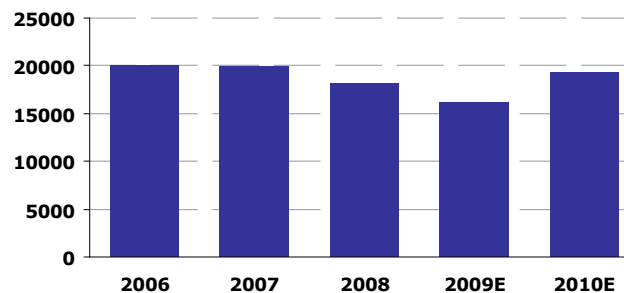
Структура доходов (\$млн) и доля экспортных поставок (%)



Основные покупатели руды в 2008 г., %



Производство концентрата, тыс. т



Запасы руды "Михайловского ГОКа", оценка на 01.01.2009, млн т

Месторождение	Запасы руды	Содержание железа, %
Железистые кварциты	5388-7912	32-37%
Железнослюдково-мартитовые руды	780-3302	52-66%
Всего	8691	39,6%

Источник: МАЦ Минерал, оценки «Совлинк»

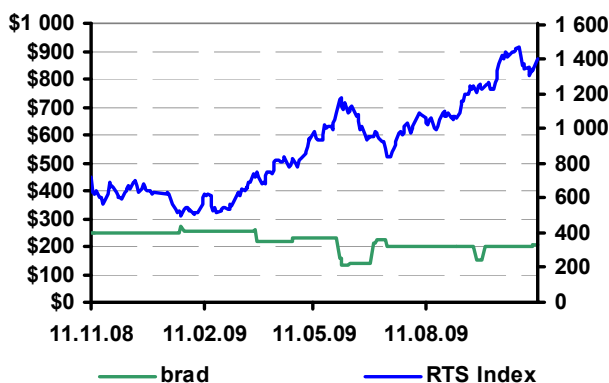
Сравнительная оценка

	Год	P/S	EV/ EBITDA	P/E	P/BV	EV/ Reserves	EV/ Prod-n	Среднее
Мир	2009	3,25	10,11	18,97	2,17	5,09	239,05	
	2010	2,71	7,12	15,26	2,64	4,30	241,97	
КОГК	2009	1,79			0,64	0,31	105,64	
	2010	1,67			0,64	0,31	88,03	
Вес		15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Капитализация,	2009	1908,0			3545,7	27175,7	3205,0	5397,6
\$млн	2010	1705,6			4335,9	22777,8	4033,7	5586,3

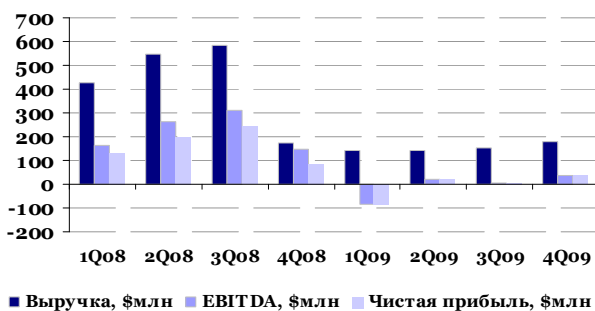
Источник: оценки «Совлинк»

Согласно мультипликативному анализу в сравнении с пятью зарубежными производителями железорудного сырья мы оцениваем стоимость "Михайловского ГОКа" в \$5586,3 млн. Эту оценку следует считать максимально возможной, поскольку крайне низкий уровень free-float приводит к тому, что рынок акций этой бумаги фактически отсутствует. "Михайловский ГОК" может добиться повышения своей стоимости, если увеличит долю free-float и ликвидность своих акций.

Богословское рудоуправление



Динамика доходов и прибыли, \$млн



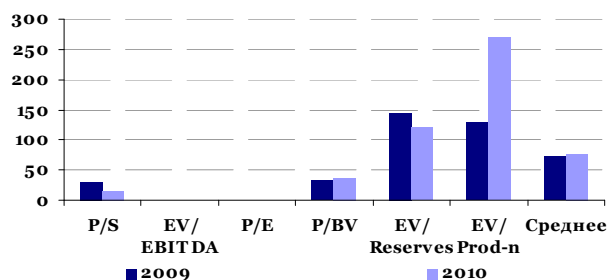
Источник: данные компании, 3Q 2009 и далее — оценки «Совлинк»

Годовые результаты 2007-2010, \$млн

	2007	2008	2009 E	2010 E
Выручка	48,4	43,9	9,4	6,0
ЕБИТДА	4,9	3,3	-1,1	-0,1
ЕБИТДА, %	10%	8%	-12%	-1%
Прибыль	1,4	0,2	-2,8	-1,3
Прибыль, %	3%	0%	-30%	-22%
Собственный капитал	20,7	21,0	14,9	13,9
Чистый долг	0,8	0,8	1,0	1,0

Источник: данные компании, 3Q 2009 и далее — оценки «Совлинк»

Оценка стоимости по мультипликаторам, \$млн



Источник: оценки «Совлинк»

Данные об эмитенте

Ticker	brad	M.Cap, \$ mn	15,2
Shares ords, mn	1007,7	Free Float, %	14,4%
Shares prefs	-	Free Float, \$ mn	2,2
Bid Ords, \$	3,0	Offer Ords, \$	3,2

Финансовое положение, 2009E

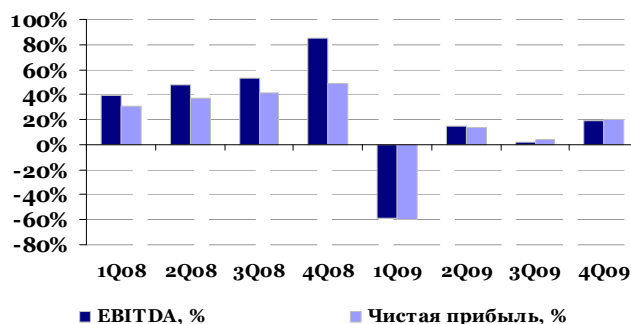
Revenue, \$ mn	9,4	P/S	1,62
ЕБИТДА, \$ mn	-1,1	EV/ЕБИТДА	-
Net Income, \$ mn	-2,78	P/E	-

Динамика торгов

	1 month	6 months
Absolute	2,50%	-10,87%
Relative to RTSI	1,86%	-39,23%
Price range, \$		
High	205,0	230,0
Low	200,0	135,0

Источник: РТС, «Совлинк»

Динамика рентабельности, %



Квартальные результаты 2009 г., \$млн

	1Q09	2Q09	3Q09 E	4Q09 E
Выручка	2,7	3,8	2,1	0,7
ЕБИТДА	-0,6	-0,1	-0,4	0,0
ЕБИТДА, %	-22%	-3%	-17%	-5%
Прибыль	-0,9	-0,6	-1,0	-0,3
Прибыль, %	-32%	-16%	-46%	-48%
Собственный капитал	15,1	15,9	15,2	14,9
Чистый долг	0,9	1,0	1,0	1,0

Состав акционеров



Источник: СПАРК

Структура сбыта

"Богословское рудоуправление" — базовое предприятие холдинга УГМК по производству железной руды. До кризиса оно обеспечивало 100% потребностей "Метзавода им. А.К.Серова". Это позволяло загружать мощности ГОКа на 55%. Кроме того крупным покупателем для рудоуправления традиционно выступает Нижнетагильский меткомбинат, который закупает большую часть остального объема добычи. Когда в январе 2009 года завод в Серове остановил производство, руководство "Богословского рудоуправления" было вынуждено пойти на решительные меры, и сократило более 50% персонала на предприятии.

В настоящее время металлургический дивизион УГМК восстанавливает производство, и в августе 2009 г. объем выпуска составил уже 70% относительно докризисного уровня. Это означает, что "Метзавод им. А.К.Серова" снова может закупать руду у своего поставщика.

С 2009 года поставки руды с Богословского рудоуправления осуществляются также в адрес ММК. Это позволило увеличить загрузку добывающих мощностей предприятия до 80%.

Тем не менее, 2009 и 2010 годы обещают быть сложными для предприятия. При текущих расценках на продукцию прибыль будет сохраняться на уровне близком к нулю.

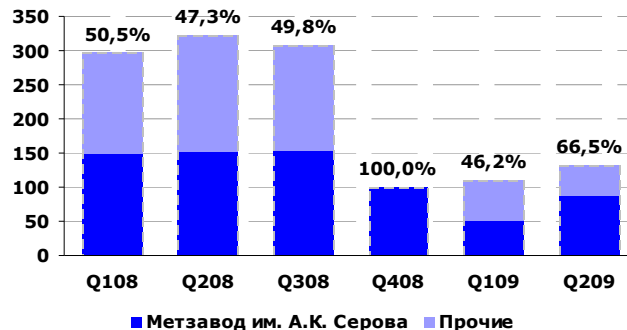
Сырьевая база

Богословское рудоуправление занимается разработкой руд Северопесчанского месторождения магнетитовых руд. Точная информация о запасах месторождения не раскрывается. Однако, основываясь на данных УГМК можно предположить, что в настоящий момент величина запасов руды составляет не менее 50 млн т.

Контроль над предприятием

УГМК владеет 53,5% акций компании, а ее представители занимают 3 из 5 мест с совете директоров. 2 других места принадлежат В. Шацилло и А. Лунегову, связанным с независимой от УГМК ООО "НПРО "УРАЛ". Их доля не раскрывается, однако мы полагаем, что она составляет 32% и оформлена на оффшоры Amber Glow International Group Ltd. и Atop International Group Ltd. Баланс двух собственников существует с 1999 года и нет явных оснований опасаться его нарушения в ближайшее время.

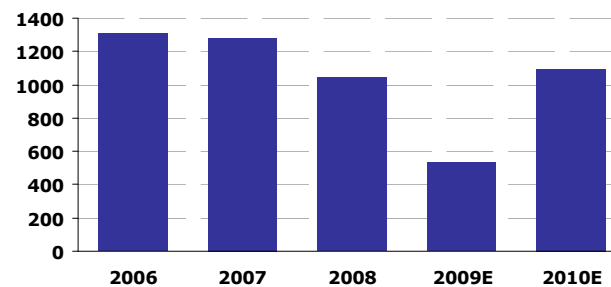
Структура поставок; доля поставок на предприятия УГМК(%)



Основные покупатели руды в 2008 г., %



Производство концентрата, тыс. т



Запасы руды "Богословского РУ", оценка на 01.01.2009, млн т

Месторождение	Запасы руды	Содержание железа, %
Всего	51,6	35%

Источник: Данные компании, оценки «Совлинк»

Сравнительная оценка

	Год	P/S	EV/ EBITDA	P/E	P/BV	EV/ Reserves	EV/ Prod-n	Среднее
Мир	2009	3,25	10,11	18,97	2,17	5,09	239,05	
	2010	2,71	7,12	15,26	2,64	4,30	241,97	
КОГК	2009	1,62			1,02	0,56	30,16	
	2010	2,51			1,09	0,57	14,71	
Вес		15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Капитализация,	2009	30,4			32,4	145,1	129,1	72,8
\$млн	2010	16,4			36,8	120,9	268,9	76,7

Источник: оценки «Совлинк»

Согласно мультипликативному анализу в сравнении с пятью зарубежными производителями железорудного сырья мы оцениваем стоимость "Богословского рудоуправления" в \$76,7 млн. Эта оценка основывается преимущественно на данных о запасах месторождения "Песчанское". Учитывая, что их точная величина не сообщается компанией, мы не можем гарантировать, что капитализация компании в ближайшее время достигнет этой величины.

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300
Факс: + 7 495 967 1311

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия**
www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2009г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упомянутым в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упомянутых в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.