

## Гайский ГОК: неплохая ставка на дефицит медной руды

Евгений Буланов  
Тел.: +7 (495) 660-14-37 (доб. 122)  
bulanov@gazfin.ru

Мы начинаем анализ акций Гайского ГОКа и рекомендуем их **ПОКУПАТЬ**. Комбинат построен на базе Гайского месторождения, где сосредоточено 76% запасов меди Оренбургской области (запасы руды превышают 300 млн. т). Комбинат входит в состав УГМК, занимает второе место в России по объемам производства медного концентрата и является основной рудной базой УГМК. В 2009 г. на нем было добыто 5.713 млн. т руды, переработано – 5.656 млн. т, произведено 452 896 т медного концентрата, в котором содержалось 79 015 т меди. В последние годы велась масштабная реконструкция обогатительной фабрики и к настоящему моменту было инвестировано уже более 2.6 млрд. руб. Ввод нового оборудования должен позволить увеличить переработку руды до 6 млн. т, а в 2011 г. производительность фабрики может быть доведена до 7 млн. т. В настоящее время из-за дефицита медной руды снижаются складские запасы меди и растут цены на данный металл, которые уже превысили \$7,500/т. По прогнозам экспертов дефицит медной руды продлится по крайней мере 5 лет, что позволит производителям устанавливать свои условия, приведет к повышению цен на руду и ограниченному объему выплавки меди. На фоне благоприятной конъюнктуры в первом полугодии 2010 г. Гайский ГОК заработал 1.267 млрд. руб. чистой прибыли или 2052 руб. чистой прибыли на одну акцию (EPS). Акции комбината торгуются по привлекательным коэффициентам (P/E 2010П – 2.27, EV/EBITDA 2010П – 2.77). Чистые активы превышают 8.46 млрд. руб. (более \$270 млн.). Долг комбината хоть и является значительным, но его обслуживание не вызывает никаких затруднений. Наша оценка справедливой стоимости одной обыкновенной акции Гайского ГОКа составляет \$665.

В первом полугодии чистая прибыль выросла на 861%. Гайский ГОК благодаря высоким ценам на свою продукцию в первом полугодии 2010 г. увеличил выручку на 51% до 6.036 млрд. руб. Рост операционной и чистой прибыли составил 115% и 861% соответственно (до 1.916 и 1.267 млрд. руб.).

### Поквартальные финансовые рез-ты Гайского ГОКа, РСБУ (млн. руб.)

	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010
<b>Выручка</b>	<b>2 102</b>	<b>1 957</b>	<b>2 015</b>	<b>2 006</b>	<b>2 039</b>	<b>1 950</b>	<b>2 488</b>	<b>2 794</b>	<b>2 998</b>	<b>3 038</b>
Себ-ть	1 429	1 386	1 609	1 661	1 299	1 347	1 609	1 451	1 766	1 868
<b>Валовая приб.</b>	<b>673</b>	<b>571</b>	<b>406</b>	<b>346</b>	<b>740</b>	<b>604</b>	<b>880</b>	<b>1 343</b>	<b>1 231</b>	<b>1 170</b>
Комм. расходы	56	57	69	67	55	62	62	73	88	78
Управ. расходы	142	139	158	160	179	157	148	151	160	159
<b>Опер. прибыль</b>	<b>475</b>	<b>375</b>	<b>180</b>	<b>118</b>	<b>505</b>	<b>384</b>	<b>669</b>	<b>1 119</b>	<b>983</b>	<b>933</b>
Проценты к уплате	31	36	49	62	214	220	218	167	159	105
<b>Приб. до налогов</b>	<b>517</b>	<b>330</b>	<b>-121</b>	<b>-427</b>	<b>-270</b>	<b>466</b>	<b>571</b>	<b>888</b>	<b>922</b>	<b>674</b>
Налог на прибыль	114	59	-53	-93	0	14	98	162	177	142
<b>Чистая прибыль</b>	<b>386</b>	<b>240</b>	<b>-102</b>	<b>-314</b>	<b>-243</b>	<b>375</b>	<b>465</b>	<b>702</b>	<b>734</b>	<b>533</b>
<b>EPS (руб.)</b>	<b>624</b>	<b>388</b>	<b>-165</b>	<b>-508</b>	<b>-394</b>	<b>607</b>	<b>753</b>	<b>1 136</b>	<b>1 188</b>	<b>864</b>
Опер. рент-ть, %	23	19	9	6	25	20	27	40	33	31
Чистая рент-ть, %	18	12	-5	-16	-12	19	19	25	24	18

Источник: данные Компании, расчеты ИК Газфинтраст

**Цены на медь в 2011 г. могут превысить \$8,000/т.** По мнению экспертов рынок медных концентратов стал рынком продавцов и ситуация вряд ли изменится до 2014-2015 гг., когда поставки руды увеличатся за счет ввода в эксплуатацию новых проектов. В 2011 г. цены на медь могут вырасти до \$8,000/т. Некоторые участники рынка полагают, что цены могут пробить уровень в \$10,000/т в следующие два-три года из-за сокращения запасов меди и скудных поставок сырья с новых рудников. В такой ситуации Гайский ГОК будет одним из бенефициаров нехватки руды и медного концентрата на рынке.

Гайский ГОК	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	ggok
Справедливая цена (\$)	665
Текущая цена (\$)*	300
Потенциал роста (%)	122

\*цена продажи по состоянию на 06.09.2010

**Инвестиционные характеристики**  
Комбинат занимает 2-е место в России по объемам пр-ва медного концентрата  
Запасы руды превышают 300 млн. т  
На предприятии занято 6,000 работников  
Чистые активы превышают \$270 млн.  
Чист. прибыль за 6 мес. 2010 г. > \$40 млн.  
P/E 2010П – 2.27, EV/EBITDA 2010П – 2.77  
Операционная рентабельность более 30%  
Дивиденды не выплачиваются

Катализаторы роста акций  
Рост цен на медную руду и концентрат

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	300
Кол-во акций АО	617 698
MCAP (\$ млн.)	185.3
Чистый долг (\$ млн.)	218.0
EV (\$ млн.)	403.3

\*цена продажи по состоянию на 06.09.2010

Структура акционеров (%)*		УК
УГМК		84.64
Прочие		15.36

\*общее количество акционеров – 1 380

Оценочные характеристики				
	2008	2009	2010П	
Выручка (\$ млн.)	324.9	309.0	389.4	
P/S	0.57	0.60	0.48	
EV/S	1.24	1.31	1.04	
EBITDA (\$ млн.)	75.4	111.9	145.5	
EV/EBITDA	5.35	3.61	2.77	
Чист. приб. (\$ млн.)	8.44	43.30	81.76	
EPS (\$)	13.66	70.10	132.36	
P/E	21.97	4.28	2.27	
Dividends (\$)	-	-	-	
Div. Yield (%)	-	-	-	

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Адрес в интернете	
<a href="http://www.ggok.ru">http://www.ggok.ru</a>	

**Прогнозы цен на медь на ближайшие пять кварталов (\$/т)**

Компания	Дата	4 кв. 2010	1 кв. 2011	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011
Danske Bank A/S	01.09.2010	7 500	8 000	8 400	8 600	8 700
Barclays PLC	26.08.2010	7 000	7 200	8 150	7 900	7 800
UniCredit Markets & Investment Banking	24.08.2010	7 100	7 100	7 300	-	-
Deutsche Bank AG	20.08.2010	6 614	7 165	8 267	7 716	7 716
Landesbank Baden-Wuerttemberg	19.08.2010	7 300	7 600	8 100	7 700	-
Bank of America Merrill Lynch	17.08.2010	7 250	7 750	8 000	7 750	8 500
National Australia Bank Ltd	12.08.2010	7 028	7 243	7 389	7 500	7 613
BNP Paribas	11.08.2010	7 250	7 450	7 350	7 350	7 750
Societe Generale	11.06.2010	7 685	8 000	7 850	8 100	8 350
<b>Среднее</b>		<b>7 192</b>	<b>7 501</b>	<b>7 867</b>	<b>7 827</b>	<b>8 061</b>

Источник: Bloomberg

**Акции Гайского ГОКа дешевы по сравнению с другими медными активами**

**УГМК.** Акции Гайского ГОКа (тикер ggok) по коэффициенту P/E 2010П являются недооцененными при сравнении с акциями двух других дочерних компаний УГМК: акциями Учалинского ГОКа (ugok) (производит медный и цинковый концентрат) и Уралэлектромеди (uelm), завода мощностью 380,000 т рафинированной меди в год. По коэффициенту EV/EBIT 2010П выделяются акции Уралэлектромеди, однако мы полагаем, что в будущем рентабельность данной компании может существенно пострадать из-за возможного введения экспортных пошлин на медь и высоких цен на сырье.

**Результаты деятельности за 6 мес. 2010 г., РСБУ (млн. руб.)**

Тикер	МСАР	Чистый долг	EV	Выручка	Операц. приб.	Чист. приб.	P/E 2010П	EV/EBIT 2010П
ggok	5 689	6 676	12 365	6 036	1 916	1 267	2.27	3.23
ugok	14 614	1 602	16 216	8 312	2 212	1 445	5.06	3.67
uelm	7 785	1 237	9 022	8 844	2 948	1 427	2.73	1.53

Источник: данные компаний, расчеты ИК Газфинтраст

**Введение экспортных пошлин на медь не должно существенным образом сказаться на финансовом положении комбината.**

С 2011 г. Минэкономразвития предлагает установить прогрессивную шкалу пошлин на медь, привязанную к мировым ценам на этот металл. Предполагается, что при превышении цен на медь отметки в \$5 000/т пошлина может составить \$375 с каждой тонны (фиксированная часть) плюс 30% с каждого доллара, превышающего \$5 000 (переменная часть). В этой связи отметим, что Гайский ГОК производит медный концентрат, а не готовую продукцию, и, кроме того, свою продукцию не экспортирует. В случае введения экспортных пошлин на медь может существенно снизиться рентабельность другой дочерней компании УГМК – Уралэлектромеди, которая занимается производством рафинированной меди и значительную часть продукции экспортирует. Поэтому в случае введения пошлин УГМК может облегчить налоговое бремя для Уралэлектромеди, частично переложив его на ГОКи.

**Инвестиционное заключение**

По нашему мнению, акции Гайского ГОКа, обладающего хорошей сырьевой базой, представляют интерес для инвесторов по причине ожидаемого дефицита на рынке меди, вызванного нехваткой сырья. Кроме того, в 2011 г. комбинат планирует увеличение производства и повышение качества медного концентрата, что позитивно скажется на его финансовых показателях. Акции Гайского ГОКа, который демонстрирует рекордные финансовые показатели, в настоящее время стоят на 68% дешевле, чем на своем пике в мае 2008 г. (\$925 за одну акцию). Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Гайского ГОКа с целевой ценой \$665 (при такой цене P/E 2010П равняется 5, что соответствует уровню акций Учалинского ГОКа).

## Контактная информация

### Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

[129@gazfin.ru](mailto:129@gazfin.ru)

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

[bulanov@gazfin.ru](mailto:bulanov@gazfin.ru)

Треjder

Николай Тюгаев

[128@gazfin.ru](mailto:128@gazfin.ru)

Треjder

Кирилл Вязовиченко

[127@gazfin.ru](mailto:127@gazfin.ru)

### Недавние публикации ГФТ

Название	Тикер	Дата выпуска
Михайловский ГОК: уникальная ресурсная база и рекордная рентабельность	mgok	25.08.2010
Коршуновский ГОК: финансы комбината вышли из кризиса, а капитализация - нет	KOGK	29.07.2010
Московский НПЗ: завод стал центром прибыли нефтяной компании Sibir Energy?	mnpzp	20.07.2010
НК Роснефть-Алтайнефтепродукт: дешевый продавец топлива	alnp	30.06.2010
Краснодаргоргаз: в 2009 г. увеличил чистую прибыль на 218% до 291 млн. руб.	krgg	04.06.2010
Ростовоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 49%	rtbg	18.05.2010
Нижегородоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 21%	nnog	17.05.2010
НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: в первом квартале выручка выросла на 26%	smnf	06.05.2010
ХК Электрозавод: растущий энергомашиностроительный гигант	hkez	25.02.2010
Ростовоблгаз: забытый инвесторами фундаментально сильный облгаз	rtbg	02.02.2010
Коршуновский ГОК: акции могут вырасти вместе с ценами на железную руду	KOGK	19.01.2010
НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: ставка на дивиденды по префам	smnfp	20.11.2009
Обънефтегазгеология: быстрорастущая дочка Славнефти	obne	18.11.2009
Ярославский радиозавод: ставка на высокие дивиденды по префам	yarzp	21.10.2009
Нижегородоблгаз: ставка на cash и рост тарифов на газ	nnog	19.10.2009

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако ИК Газфинтраст не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в данном обзоре, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции. Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.