

Михайловский ГОК: уникальная ресурсная база и рекордная рентабельность

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

Мы начинаем аналитическое покрытие акций Михайловского ГОКа и рекомендуем их ПОКУПАТЬ. Комбинат входит в холдинг Металлоинвест Алишера Усманова, занимает первое место в России по запасам железной руды и второе место – по производству ЖРС. Комбинат построен на базе Михайловского железорудного месторождения Курской магнитной аномалии. Объем разведанных запасов руды составляет более 11 млрд. т, что достаточно для работы предприятия на протяжении более 200 лет. Осенью 2008 г. МГОК победил в конкурсе на право разработки Удоканского месторождения меди, которое является одним из крупнейших в мире (балансовые запасы руды составляют 1.375 млрд. т, меди – 19.95 млн. т). Лицензия на право разработки Удоканского месторождения обошлась комбинату в 15 млрд. руб. Выход на проектную мощность – 474 тыс. т катодной меди – намечен на 2016 г. МГОК имеет ряд дочерних компаний, в т.ч. является владельцем 100% акций металлургического комбината Уральская сталь, имеющего мощности для выпуска более 4 млн. т стали в год. Во втором квартале 2010 г. МГОК работал с рекордной для себя операционной рентабельностью – 54%, получив 13.25 млрд. руб. выручки, 7.2 и 5.4 млрд. руб. операционной и чистой прибыли. Величина чистых активов комбината превышает 61 млрд. руб. (\$2 млрд.), а акции торгуются со значительным дисконтом как по отношению к Коршуновскому ГОКу, так и к акциям зарубежных железорудных компаний. Наша оценка справедливой стоимости одной обыкновенной акции МГОКа составляет \$490.

Рентабельность вышла на докризисный уровень. МГОК во втором квартале 2010 г. работал с рекордной рентабельностью, что было связано с благоприятной конъюнктурой на рынке железной руды.

Отметим, что благодаря своей эффективности МГОК работал с положительной операционной рентабельностью даже в тяжелый для сырьевых компаний период – конец 2008 г. – первая половина 2009 г.

Поквартальные финансовые рез-ты Михайловского 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
Выручка	10 164	12 898	14 297	5 978	5 007	4 495	6 010	7 092	8 591	13 250
Себ-ть	4 653	4 599	5 165	2 933	3 464	3 007	3 270	3 546	3 923	4 003
Валовая приб.	5 511	8 299	9 131	3 046	1 542	1 488	2 740	3 546	4 669	9 247
Комм. расходы	1 303	1 563	1 887	1 031	831	1 079	1 430	1 652	1 686	1 764
Управ. расходы	333	302	297	307	229	226	228	253	262	282
Опер. прибыль	3 875	6 434	6 948	1 708	482	183	1 081	1 641	2 721	7 200
Проценты к получ.	300	318	404	708	697	579	290	447	463	534
Проценты к уплате	50	23	87	273	313	145	210	342	333	336
Приб. до налогов	4 122	6 367	7 873	3 690	-2 800	1 040	1 107	1 410	2 781	6 795
Налог на прибыль	1 007	1 618	1 985	731	257	272	220	295	252	1 186
Чистая прибыль	3 099	4 741	5 892	2 737	-3 008	821	786	1 158	2 173	5 365
Опер. рент-ть, %	38	50	49	29	10	4	18	23	32	54
Чистая рент-ть, %	30	37	41	46	-60	18	13	16	25	40

Источник: данные Компании, расчеты ИК Газфинтраст

Акции комбината в случае их принудительного выкупа могут быть выкуплены с премией. В последние 3-4 года мажоритарные акционеры активно производили выкуп акций принадлежащих им железорудных компаний. Так, были принудительно выкуплены акции Лебединского ГОКа (холдинг Металлоинвест), Стойленского ГОКа (НЛМК), Оленегорского ГОКа и Карельского окатыша (Северсталь), Качканарского и Высокогорского ГОКов (Евраз), Ковдорского ГОКа (ЕвроХим), Комбината КМАруда (ПМХ). Фактически на сегодняшний день на российском фондовом рынке остались акции только трех производителей железорудного сырья – Михайловского ГОКа (Металлоинвест), Коршуновского ГОКа (группа Мечел) и Богословского

Михайловский ГОК	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	mgok
Справедливая цена (\$)	490
Текущая цена (\$)*	220
Потенциал роста (%)	123

*цена продажи по состоянию на 25.08.2010

Инвестиционные характеристики
Комбинат имеет крупнейшие запасы железной руды в России – 11 млрд. т
Занимает 2-е место по объему пр-ва ЖРС
Владеет лицензией на разработку Удоканского месторождения меди, где запасы руды составляют 60% всех медных запасов России
Во втором квартале 2010 г. операционная прибыль – 7.2 млрд. руб., рент-ть – 54%
P/E 2010П – около 3
Чистые активы превышают 61 млрд. руб.
Долговая нагрузка комфортная

Катализаторы роста акций
IPO Металлоинвеста
Принудительный выкуп акций

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	220
Кол-во акций АО	7 121 076
МСАР (\$ млн.)	1 566.6
Чистый долг (\$ млн.)	-288.0
EV (\$ млн.)	1 278.6

*цена продажи по состоянию на 25.08.2010

Структура акционеров (%)		УК
Лебединский ГОК*		97.67
Прочие		2.33

*100-процентная дочка ХК Металлоинвест

Оценочные характеристики			
	2008	2009	2010П
Выручка (\$ млн.)	1 742.5	753.4	1 409.1
P/S	0.90	2.08	1.11
EV/S	0.73	1.70	0.91
EBITDA (\$ млн.)	781.5	129.4	656.0
EV/EBITDA	1.64	9.88	1.95
Чист. приб. (\$ млн.)	662.18	-8.09	486.37
EPS (\$)	92.99	-1.14	68.30
P/E	2.37	отр.	3.22
Dividends (\$)	-	-	-
Div. Yield (%)	-	-	-

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Адрес в интернете	
http://metalloinvest.com/rus/factorys/gornordniy-divizion/mgok/MGOK_now	
http://www.bgk-udokan.ru	

рудоуправления (УГМК).

Напомним, что весной 2007 г. Лебединский ГОК сделал обязательное предложение миноритарным акционерам МГОКа, предлагая 13 686 руб. (по текущему курсу около \$440) за одну акцию. По нашему мнению, так как обязательное предложение делалось до резкого роста цен на железорудное сырье и с тех пор комбинат стал владельцем лицензии на Удоканское медное месторождение, которое значительно увеличивает его стоимость, а также принимая во внимание стабильность финансового положения МГОКа и ожидаемые сильные результаты 2010 г., то в случае принудительного выкупа акций компании цена выкупа не должна быть ниже \$440.

Акции торгуются со значительным дисконтом по сравнению с акциями других производителей железорудного сырья. На российском фондовом рынке единственной компанией, которую можно сравнить с Михайловским ГОКом является Коршуновский ГОК (тикер KOGK). Акции Богословского рудоуправления (brad) не подходят для сравнения в силу незначительности масштаба бизнеса компании. Ниже приводится информация о финансовых результатах данных трех компаний.

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
mgok	47 781	-8 928	38 853	21 841	9 920	7 539	3.22	1.96
KOGK	15 258	-3 687	11 571	4 254	1 805	1 687	4.52	3.21
brad	654	111	765	433	87	59	5.54	4.40

Источник: данные компаний, расчеты ИК Газфинтраст

Как видно из таблицы акции Михайловского ГОКа являются недооцененными. По сравнению с зарубежными железорудными компаниями дисконт акций МГОКа еще значительнее.

Кoeffициенты производителей железорудного сырья, 2010П

Тикер	Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA
BLT LN	BHP Billiton, Великобритания*	7.52	2.63	5.08
VALE5 BZ	Vale, Бразилия	9.11	3.17	6.69
RIO AU	Rio Tinto, Австралия	9.12	2.13	5.18
FMG AU	Fortescue Metals Group, Австралия*	8.23	2.70	5.32
MGX AU	Mount Gibson, Австралия *	5.16	2.04	2.85
AGO AU	Atlas Iron, Австралия*	5.31	1.78	2.73
CLF US	Cliffs Natural Resources, США	7.21	1.63	4.28
KIO SJ	Kumba Iron Ore, Южная Африка	7.78	2.74	4.30
PGOK UZ	Poltava GOK, Украина	8.86	1.28	4.39
	Среднее	7.59	2.23	4.54
mgok	Михайловский ГОК, Россия	3.22	1.11	1.95

Источник: Bloomberg

*коэффициенты на 06/2011

Инвестиционное заключение

По нашему мнению, акции Михайловского ГОКа, обладающего огромными запасами железной руды и меди, должны торговаться как минимум на уровне зарубежных компаний-аналогов. По коэффициенту P/E 2010П на уровне 7.59 цена одной акции комбината должна быть \$520, а по коэффициенту EV/EBITDA равному 4.54 – \$460. При этом при расчетах использовались неконсолидированные данные, не учитывающие итоги финансовой деятельности многочисленных дочерних компаний Михайловского ГОКа (это делалось специально для получения консервативной оценки стоимости акций). Отметим, что за первые шесть месяцев 2010 г. одна только Уральская сталь при выручке в 26 млрд. руб. заработала 877 млн. руб. операционной и 347 млн. руб. чистой прибыли.

Мы считаем, что основным драйвером роста стоимости акций Михайловского ГОКа может стать IPO материнской компании (Металлоинвеста), которое из-за нестабильности на мировых фондовых площадках было перенесено с 2010 г. на 2011 г. Мы полагаем, что в преддверии IPO, для упрощения структуры собственности, Металлоинвест может полностью выкупить оставшиеся в свободном обращении акции МГОКа.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции МГОКа при справедливой стоимости в \$490, что является средним значением целевых значений P/E и EV/EBITDA 2010П.

Контактная информация

Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

129@gazfin.ru

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

bulanov@gazfin.ru

Треjder

Николай Тюгаев

128@gazfin.ru

Треjder

Кирилл Вязовиченко

127@gazfin.ru

Недавние публикации ГФТ

Название	Тикер	Дата выпуска
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
Обьнефтегазгеология: 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.