

Коршуновский ГОК: акции могут вырасти вместе с ценами на железную руду

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

Мы начинаем аналитическое покрытие Коршуновского ГОКа и рекомендуем ПОКУПАТЬ его акции. Коршуновский ГОК входит в группу Мечел и является одним из ведущих российских производителей железорудного концентрата мощностью 5 млн. т концентрата в год. ГОК обладает запасами руды достаточными для бесперебойной работы до 2025 г. Львиную долю выручки (более 60%) комбинат получает от экспорта продукции в Северный Китай, остальная часть продается внутри России предприятиям Евраз и ЧМК. Продажи осуществляются по спотовым ценам. Cash cost на тонну концентрата в 2009 г. не превышали \$25. ГОК имеет более \$100 млн. финансовых вложений (в основном в форме предоставленных краткосрочных займов). Величина чистых активов составляет около 10 млрд. руб. (\$330 млн.). В настоящее время ГОК работает на полную мощность. В 2010 г. комбинат может существенно улучшить финансовые показатели благодаря ожидаемому росту спроса и цен на железную руду. Наша оценка справедливой стоимости одной обыкновенной акции составляет \$2,300.

Рост контрактных цен на железную руду в 2010 г. может превысить 20%. В 2010 г. большинство экспертов прогнозирует существенный (20-50%) рост цен на железорудное сырье после их прошлогоднего снижения на 28-33% крупнейшими горнодобывающими компаниями мира – Vale, Rio Tinto и BHP Billiton. Повышению цен, в частности, будет способствовать ожидаемый экспертами Китайской ассоциации чугуна и стали рост производства стали в Китае в 2010 г. на 8%, а в Европе и Северной Америке – более 10%. Рост индекса стоимости фрахта Baltic Dry на 10% с начала 2010 г. косвенно свидетельствует о высоком спросе на уголь и железную руду.

Выручка комбината в 2010 г. может превысить 7 млрд. руб. В первые девять месяцев 2009 г. Коршуновский ГОК продавал железорудный концентрат по цене около 1,200 руб./т, что на 43% дешевле, чем в 2008 г. (2,122 руб./т). Мы полагаем, что в 2010 г. цена одной тонны концентрата может превысить 1,500 руб., а выручка комбината – 7 млрд. руб.

В третьем квартале 2009 г. рынок железной руды начал оживать. В третьем квартале 2009 г. комбинат увеличил производство железорудного концентрата по сравнению со вторым кварталом на 13% до 1.216 млн. т. Выручка в этот период подросла на 10% до 1.351 млрд. руб.

Финансовые результаты Коршуновского ГОКа, РСБУ (млн. руб.)

	2005	2006	2007	9М 2008	2008	9М 2009	Y-o-Y (%)
Выручка	5 050	5 564	8 261	8 721	10 244	3 793	-57
Себестоимость	2 408	2 951	3 508	3 119	4 038	2 853	-9
Валовая прибыль	2 642	2 613	4 753	5 601	6 207	940	-83
Коммерческие расходы	33	34	43	93	120	76	-18
Управленческие расходы	383	382	436	392	575	326	-17
Операционная прибыль	2 226	2 196	4 273	5 117	5 513	538	-89
Проценты к получению	-	-	52	199	306	194	-2
Прибыль до налогов	2 005	1 711	3 811	6 000	6 410	571	-90
Налог на прибыль	515	234	1 024	1 297	1 360	180	-86
Чистая прибыль	1 436	1 476	2 781	4 666	5 002	388	-92
Опер. рентабельность, %	44	39	52	59	54	14	-44 п.п.
Чистая рентабельность, %	28	27	34	54	49	10	-43 п.п.

Источник: данные Компании, расчеты ИК Газфинтраст

Производство железорудного концентрата (тыс. т)

	2005	2006	2007	9М 2008	2008	9М 2009	Y-o-Y (%)
Концентрат (тыс. т)	4 522	4 976	4 963	3 620	4 700	3 170	-12

Источник: данные Компании, Мечела

Коршуновский ГОК	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	КОГК
Справедливая цена (\$)	2,300
Текущая цена (\$)*	1,660
Потенциал роста (%)	39

*цена продажи на 18 января 2010 г.

Инвестиционные характеристики
Мощность ГОКа 5 млн. т концентрата
Запасов руды достаточно до 2025 г.
Значительная доля экспорта в Китай
На балансе > \$100 млн. фин. вложений

Катализаторы роста акций
Рост цен на железную руду в 2010 г.
Сильные фин. результаты 2010 г.

Прогнозы роста цен на железную руду (%)	
Nomura	+50
JPMorgan Cazenove	+40
Macquarie Group	+30
UBS AG	+20
Goldman Sachs	+20

Источник: Bloomberg

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	1,660
Кол-во акций АО	250 126
MCAP (\$ млн.)	415
Чистый долг (\$ млн.)	-113
EV (\$ млн.)	302

*цена продажи на 18 января 2010 г.

Структура акционеров (%)		УК
Мечел-Майнинг		85.64
Прочие		14.36

Оценочные характеристики			
	2008	2009П	2010П
Выручка (\$ млн.)	411.9	171.5	249.7
P/S	1.01	2.42	1.66
EV/S	0.73	1.76	1.21
EBITDA (\$ млн.)	237.0	34.8	92.8
EV/EBITDA	1.28	8.67	3.26
Чист. приб. (\$ млн.)	201.14	18.98	65.62
EPS (\$)	804.15	75.88	262.36
P/E	2.06	21.88	6.33
Dividends (\$)	213.94	-	-
Div. Yield (%)	12.9	-	-

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Адрес в интернете
<http://www.mechel.ru/investors/enclosure/korshunov>

Поквартальные финансовые рез-ты Коршуновского 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	Q-o-Q (%)
Выручка	2 823	3 078	2 819	1 524	1 216	1 225	1 351	+10
Себестоимость	1 031	1 035	1 054	918	915	910	1 028	+13
Валовая прибыль	1 792	2 043	1 765	606	301	316	323	+2
Коммерческие расходы	17	41	34	27	24	25	27	+9
Управленческие расходы	107	131	154	183	116	104	106	+2
Операционная прибыль	1 669	1 871	1 577	396	162	187	189	+1
Проценты к получению	48	67	84	107	69	54	71	+32
Прибыль до налогов	1 738	2 642	1 621	410	66	315	189	-40
Налог на прибыль	413	480	404	63	57	62	61	-1
Чистая прибыль	1 331	2 089	1 246	336	12	243	133	-45
Опер. рентабельность, %	59	61	56	26	13	15	14	-1 п.п.
Чистая рентабельность, %	47	68	44	22	1	20	10	-10 п.п.

Источник: данные Компании, расчеты ИК Газфинтраст

Инвестиционное заключение

По нашему мнению, акции Коршуновского ГОКа, единственного ликвидного железорудного комбината в России, являются неплохим инструментом для инвесторов, делающих ставку на рост стоимости железной руды. Мы считаем, что акции ГОКа имеют потенциал роста в силу низкой себестоимости производства, высокого качества активов, отсутствия долгов и отличного менеджмента. Кроме того, мы полагаем, что в 2010-2011 гг., по мере дальнейшего оживления сырьевых и финансовых рынков, Мечел может вернуться к идее IPO своей дочерней горнодобывающей компании Мечел-Майнинг и в связи с этим интерес инвесторов к акциям Коршуновского ГОКа (как составной части Мечел-Майнинг) может значительно возрасти. В качестве ориентира при определении целевой стоимости акций мы использовали значение EV/EBITDA 2010П равное 5. Исходя из этого, целевая стоимость одной обыкновенной акции равняется \$2,300.

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