

Центральный ГОК

Центр концентрации прибыли группы «Метинвест»

Владимир Оваденко, ovadenko@ufc-capital.com

11 апреля 2011 г.

Металлургия
ЖРС

	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/EBITDA	P/E
2008	865.1	465.3	364.2	1.25	2.40	2.97
2009	292.4	105.9	33.6	3.70	10.54	32.27
2010 O	531.0	288.5	162.6	2.04	3.87	6.66

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

Центральный горно-обогатительный комбинат (ЦГОК) занимает шестое место среди горнодобывающих предприятий Украины. ЦГОК производит товарный железорудный концентрат с содержанием железа 65% и 68.2%, а также окатыши со средним содержанием железа 63.9%. ЦГОК относится к числу немногих украинских компаний, регулярно выплачивающий существенные суммы дивидендов, при этом торгуется со значительным дисконтом относительно аналогов, подразумевающим потенциал роста свыше 60%.

- ▶ **Отличные операционные результаты:** чистая прибыль ЦГОК в 2010 г. выросла почти в 5 раз до 1.3 млрд. грн., а средняя чистая маржа за последние пять лет составила 27%.
- ▶ **Гарантированный сбыт продукции:** ЦГОК входит в крупнейшую в Украине группу «Метинвест», основным бенефициаром которой является народный депутат Украины **Ринат Ахметов**. ЦГОК является основным поставщиком окатышей на «Азовсталь», также принадлежащую «Метинвесту».
- ▶ По методике JORC **общие промышленные запасы составляют 2.7 млрд. т минеральных ресурсов**, в том числе 0.7 млрд. т железной руды. Сырьевой базой предприятия являются месторождения железистых кварцитов, представленные Глееватским, Петровским и Артемовским карьерами, а также полем шахты им. Орджоникидзе.
- ▶ **Компания работает с полной загрузкой мощностей** (6 млн. т концентрата и 2.2 млн. т окатышей). Комбинат использует открытый и подземный способы добычи руды
- ▶ В 2010 г. компания **экспортировала около 36% концентрата и 15% окатышей (в Китай и страны Восточной Европы)**.
- ▶ Оценка стоимости компании варьирует от \$1.36 методом DCF до \$1.64 по сравнению с иностранными аналогами. Сравнительная оценка относительно ближайшего украинского аналога близка к итоговой оценке и составляет \$1.48. Основным риском инвестиции является низкая ликвидность акций компании, обусловленная очень малой долей акций в свободном обращении.
- ▶ Усредненная **справедливая стоимость акции** компании составляет **\$1.49**, что предполагает рекомендацию **ПОКУПАТЬ** и потенциал роста свыше **60%**.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.92

Справедливая цена: \$1.49

Потенциал роста: 62%

Тикеры

ПФТС / УБ / Bloomberg **CGOK**

Структура акционеров

MetalUkr Holding (Кипр)	76.0%
Vitalvision Limited (Кипр)	23.5%
Другие	0.5%

Структура капитала

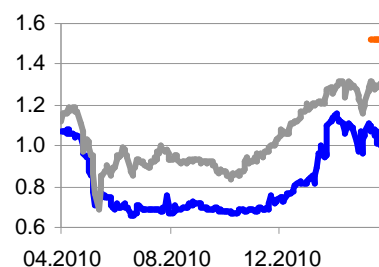
Количество акций	1 171 811 000
Капитализация, \$ млн.	1 082.7
Чистый долг, \$ млн.	33.2
EV, \$ млн.	1 115.9

* По данным на 30 сентября 2010 г.

Динамика курса акций*, \$

Минимум за год	0.61
Максимум за год	1.10

* - Курс акций рассчитан как простое среднее трех ценовых индикаторов – цены покупки, цены предложения и последней сделки.



— Цена акции, \$
— Индекс УБ (смещенный)
— Справедливая цена, \$

Оценка справедливой стоимости компании

Для получения интегрированной оценки мы воспользовались сравнительным методом оценки и методом дисконтирования денежных потоков (DCF). В сравнительной оценке мы использовали две базы сравнения: (1) глобальные аналоги, сопоставимые по объемам продаж и (2) Северный ГОК, как наиболее близкая по рискам украинская компания (оба предприятия входят в состав «Метинвеста»). Акции Северного ГОКа которой активно торгуются на фондовом рынке (входит в число двадцати наиболее ликвидных бумаг «Украинской биржи»).

I. Оценка по ближайшему аналогу

При сравнении с ближайшим аналогом к традиционной оценке по финансовым показателям мы также добавили оценку по производственному показателю (выпуску концентрата).

В 1 квартале 2011 г. ЦГОК увеличил производство железорудного концентрата на 7.4% г/г до 1.53 млн. т, но снизил выпуск окатышей на 2.1% г/г до 0.53 млн. т. Компания планирует в 2011 г. сократить производство железорудного концентрата на 1.2% г/г до 6 млн. т.

Северный ГОК прогнозирует, что объемы производства в 2011 г. останутся на уровне предыдущего года (14.2 млн. т).

ЦГОК и Северный ГОК: фундаментальные показатели, \$ млн.

Компания	Тиккер	Капитализация	EV	2010 O			2011 O
				Продажи	EBITDA	Чистая прибыль	Объем производства, млн. т
Центральный ГОК	CGOK	1 082.7	1 115.9	531.0	288.5	162.6	6.0
Северный ГОК	SGOK	3 951.6	4 127.1	1 247.7	746.4	333.4	14.2

Источники: данные компаний, расчеты UFC Capital.

Для оценки мы использовали оценку финансовых показателей 2010 г. или, где это возможно, фактические финансовые показатели. Прогнозы объемов производства построены с учетом отчетных показателей за первый квартал сего года и озвученных руководством предприятий планов на 2011 г.

ЦГОК и Северный ГОК: сравнительные показатели

Компания	Тиккер	2010 O			2011 O
		EV / S	EV / EBITDA	P / E	EV / Производство
Центральный ГОК	CGOK	2.10	3.87	6.66	179.62
Северный ГОК	SGOK	3.31	5.53	11.85	278.28

Источники: данные компаний, расчеты UFC Capital.

Оценка построена на сравнении мультипликаторов P/E, EV/EBITDA, EV/S и EV/Производство, которым присвоен одинаковый вес.

Расчет справедливой стоимости (база оценки – Северный ГОК)

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста
P/E 2010	1.64	25%	78%
EV/EBITDA 2010 (Оценка)	1.33	25%	44%
EV/S 2010 (Оценка)	1.47	25%	59%
EV /Производство 2011 (Оценка)	1.47	25%	59%
Общая оценка	1.48	100%	60%

Источник: расчеты UFC Capital.

По сравнению с Северным ГОКом потенциал роста акций ЦГОК колеблется в пределах 44%-78% в зависимости от мультипликатора, впрочем акции ЦГОК обладают куда более низкой ликвидностью.

II. Оценка по железорудным компаниям, котирующимся на зарубежных фондовых биржах

Для оценки мы использовали оценку финансовых показателей 2010 г. или, где это возможно, фактические финансовые результаты. В выборку попали компании имеющие отчетность за 2010 финансовый год и объемы продаж, сопоставимые с продажами ЦГОК.

ЦГОК и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.

Компания	Страна	Капитализация	EV	2010 О		
				Продажи	ЕБИТДА	Чистая прибыль
Fortescue Metals Group	Австралия	20 007.3	21 788.1	4 671.3	2 221.9	871.9
Mount Gibson Iron	Австралия	2 182.6	2 066.4	682.8	579.7	238.5
Territory Resources	Австралия	82.2	125.5	179.5	51.4	41.3
Companhia de Ferro Ligas da Bahia - Ferbasa	Бразилия	660.0	429.3	374.1	82.3	66.1
Kumba Iron Ore	ЮАР	20 606.8	20 363.0	5 649.0	2 558.3	2 090.5
Ferrexpo	Швейцария	4 041.8	4 210.1	2 087.2	936.3	681.7
Cliffs Natural Resources	США	12 852.7	12 999.1	4 687.7	1 584.5	1 036.0
Sesa Goa	Индия	5 293.7	3 951.2	1 298.2	706.4	588.7
Всего (компании-аналоги)		65 727.1	65 932.7	19 629.8	8 720.8	5 614.6
Центральный ГОК	Украина	1 082.7	1 115.9	531.0	288.5	162.6

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Оценка построена на сравнении мультипликаторов P/E, EV/ЕБИТДА и EV/S, которым присвоен одинаковый вес.

ЦГОК и глобальные компании: сравнительные показатели

Компания	Страна	2010 О		
		EV / S	EV / ЕБИТДА	P / E
Fortescue Metals Group	Австралия	4.66	9.81	22.95
Mount Gibson Iron	Австралия	3.03	3.56	9.15
Territory Resources	Австралия	0.70	2.44	1.99
Companhia de Ferro Ligas da Bahia - Ferbasa	Бразилия	1.15	5.21	9.98
Kumba Iron Ore	ЮАР	3.60	7.96	9.86
Ferrexpo	Швейцария	2.02	4.50	5.93
Cliffs Natural Resources	США	2.77	8.20	12.41
Sesa Goa	Индия	3.04	5.59	8.99
Всего (компании-аналоги)		3.36	7.56	11.71
Центральный ГОК	Украина	2.10	3.87	6.66

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Средние показатели для отрасли рассчитаны на основании агрегированных показателей чистой прибыли, продаж и ЕБИТДА по компаниям-аналогам.

Расчет справедливой стоимости (по глобальным аналогам)

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста
P/E 2010	1.62	1/3	75%
EV/ЕБИТДА 2010 (Оценка)	1.83	1/3	98%
EV/S 2010 (Оценка)	1.49	1/3	61%
Общая оценка	1.64	1	78%

Источник: расчеты UFC Capital.

По сравнению с глобальными аналогами потенциал роста акций ЦГОК колеблется в пределах 61%-98% в зависимости от мультипликатора.

III. Оценка методом дисконтирования денежных потоков (DCF)

Поскольку компания регулярно выплачивала дивиденды в 2002, 2004-2010 гг. и, по нашему мнению, продолжит подобную практику в обозримом будущем, мы можем использовать модель дисконтированных денежных потоков Гордона.

По итогам 2010 г. ЦГОК выплатит около 1.5 млрд. грн. дивидендов (1.27 грн. на акцию). Выплаты будут осуществляться на протяжении трех лет.

Отметим, что сумма выплаченных дивидендов в 2006-2010 гг. совпадает с совокупной чистой прибылью компании, заработанной за этот период.

Мы не ожидаем изменения дивидендной политики в 2011-2015 гг. и полагаем, что вся чистая прибыль в указанный период будет выплачена акционерам.

Мы ожидаем, что гривна девальвирует к 2015 г. до 9 грн. / \$, что соответствует ожиданиям рынка, отраженным в котировках 5-летних NDF на пару UAH/USD), однако полагаем, что это не окажет значительного негативного влияния на прибыли компании, поскольку: (1) цены на продукцию, скорее всего, будут привязаны к глобальным котировкам, номинированным в долларах США; (2) большинство издержек ЦГОК номинировано в гривнах (поэтому чистая маржа комбината, скорее всего, будет увеличиваться). Прогноз девальвации гривны заложен в расчет требуемой ставки доходности инвестиций в акционерный капитал украинской компании.

В качестве исходной точки для расчета стоимости акционерного капитала принята доходность еврооблигаций материнского холдинга «Метинвест», которая во многом отражает специфику бизнеса отрасли ЦГОК и ее основные риски. Поскольку инвестиции в акционерный капитал характеризуются более высокой степенью риска, чем инвестиции в инструменты с фиксированной доходностью, мы использовали стандартную надбавку за риск в размере 5%.

Расчет стоимости акционерного капитала

База сравнения	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Стоимость акционерного капитала	14.4%	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%
<i>Доходность еврооблигаций Метинвест-15</i>	7.0%	6.7%	6.5%	6.3%	6.1%
<i>Премия за риск акций как актива (спред к облигациям)</i>	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<i>Премия за валютный риск</i>	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
Ставка дисконтирования	1.141	1.300	1.478	1.677	1.902

Источник: расчеты UFC Capital.

Поскольку ЦГОК работает с полной загрузкой мощностей, продажи в денежном выражении будут определяться глобальной динамикой цен на ЖРС. По нашему мнению прогноз для добывающей отрасли на следующие пять лет весьма благоприятный. При этом значительный прирост цен на ЖРС ожидается в 2011-2012 гг. Сейчас в мире ощущается дефицит ЖРС, а цены определяются тремя крупнейшими игроками, тогда как несколько крупных проектов по запуску новых мощностей будут запущены только в 2013-2014 гг. Поэтому мы ожидаем снижения цен на руду в 2014 г. и некоторое их восстановление в 2015 г.

Рентабельность ЦГОК по чистой прибыли в 2006-9мес2010 гг. колебалась в пределах 11-42%. Весьма вероятно, что в 2011-2015 гг. маржа постепенно снизится с текущих 32% (по итогам 9 месяцев 2010 г.) до среднего уровня за предыдущую пятилетку (27%).

Расчет справедливой стоимости акции методом DCF, \$ млн.

	2010	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Прирост глобальных цен на ЖРС, г/г	50%	22%	10%	5%	-10%	5%
Продажи	531*	633	652	651	566	587
Рентабельность по чистой прибыли	31%	35%	30%	28%	25%	27%
Чистая прибыль (=дивиденды)	162.6	221	196	182	141	158
Дисконтированный денежный поток для акционеров	-	193.5	150.0	122.6	83.7	82.6

Источник: расчеты UFC Capital. * - Оценка.

Показатель	Значение
Ежегодный рост дивидендов в пост-прогнозный период	3%
Требуемая доходность для акционеров в пост-прогнозный период	13.50%
Остаточный акционерный капитал (terminal value), \$ млн.	810.2
Дисконтированная стоимость акционерного капитала (суммарный дисконтированный денежный поток 2011-2015 гг. плюс остаточный акционерный капитал), \$ млн.	1 442.6
Доля остаточного акционерного капитала в оценке	56.2%
Количество акций	1 171 811 000
Справедливая стоимость акции на начало 2011 г., \$	1.231
Справедливая стоимость акции на 7 апреля 2011 г., \$	1.358
Текущая цена, \$	0.924
Потенциал роста	47.0%

Источник: расчеты UFC Capital.

В расчетах справедливой стоимости акции ЦГОК мы учитываем прошедшие с начала 2011 г. три месяца.

Расчет итоговой справедливой стоимости

Метод	Справедливая стоимость, \$	Вес показателя	Потенциал роста
Сравнение с ближайшим аналогом	1.48	1/3	60%
Сравнение с иностранными аналогами	1.64	1/3	77%
Дисконтирование денежных потоков (DCF)	1.36	1/3	47%
ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА	1.49	1	62%

Источник: расчеты UFC Capital.

Таким образом, на основании трех достаточно близких оценок (которые находятся в пределах 10% от итоговой оценки), **справедливая стоимость акции ЦГОКа составляет \$1.49, что предполагает рекомендацию ПОКУПАТЬ и потенциал роста свыше 60%.**

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.

	31.12.2008	31.12.2009	30.09.2010
Денежные средства и их эквиваленты	0.3	0.2	0.6
Текущие финансовые инвестиции	0.1	0.0	0.0
Товарная дебиторская задолженность	255.8	141.9	339.0
Другая дебиторская задолженность	150.2	174.7	137.5
Запасы	26.2	19.9	31.5
Другие оборотные активы	12.3	0.4	0.0
Всего оборотные активы	444.9	337.1	508.6
Основные средства	86.2	372.8	370.2
Другие внеоборотные активы	25.9	39.7	47.1
Всего внеоборотные активы	112.1	412.5	417.3
Всего активы	557.0	749.6	925.9
Краткосрочные кредиты	36.4	6.1	0.0
Текущая задолженность по долгосрочным обязательствам	0.1	0.1	0.1
Товарная кредиторская задолженность	79.7	21.1	99.2
Другие текущие обязательства	26.5	62.5	167.0
Всего краткосрочные обязательства	142.7	89.8	266.3
Долгосрочные кредиты банков	6.2	0.0	0.0
Другие долгосрочные финансовые обязательства	1.1	0.8	0.5
Другие долгосрочные обязательства	10.9	79.8	214.7
Всего долгосрочные обязательства	18.2	80.6	215.2
Уставный капитал	38.0	36.8	37.0
Нераспределённая прибыль	296.9	313.5	196.8
Другой собственный капитал	61.2	228.9	210.6
Всего собственный капитал	396.1	579.2	444.4
Всего собственный капитал и обязательства	557.0	749.6	925.9

Отчет о финансовых результатах, \$ млн.

	2008	2009	01.07.2009-30.06.2010
Объём продаж (чистый доход)	865.1	292.2	419.4
Себестоимость реализованной продукции	483.0	187.9	222.6
Валовая прибыль (убыток)	382.0	104.3	196.7
Другие операционные доходы	194.8	273.7	193.0
Административные и другие операционные расходы	111.6	272.2	193.2
ЕБИТДА	465.3	105.8	196.5
Амортизация	17.6	27.6	39.7
Прибыль (убыток) от операционной деятельности	447.7	78.3	156.8
Другие доходы	13.5	5.9	14.9
Финансовые расходы	2.9	4.4	4.9
Другие расходы	20.1	14.1	22.8
Результат от обычной деятельности до налогообложения	438.2	65.6	144.0
Налог на прибыль от обычной деятельности	74.0	32.1	72.2
Чистая прибыль (убыток) от обычной деятельности	364.2	33.5	71.7

Показатели рентабельности

	2008	2009	01.10.2009-30.09.2010
Валовая рентабельность	44.2%	35.7%	46.9%
Рентабельность по ЕБИТДА	53.8%	36.2%	46.9%
Операционная рентабельность	51.8%	26.8%	37.4%
Рентабельность по чистой прибыли	42.1%	11.5%	17.1%

Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Михаил Дорфман
Управляющий партнер
dorfman@ufc-capital.com

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Владимир Оваденко
Старший аналитик
ovadenko@ufc-capital.com

Феликс Фурман
Младший аналитик
furman@ufc-capital.com

© 2011 ООО «Украинский фондовый центр». 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. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.