

# Железная руда

Россия  
Горнодобывающая

Февраль, 19

Equity Research

Не говори «ГОК»



**Анастасия Жданова**  
azhdanova@msk.bcs.ru  
**Олег Петропавловский**  
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

+7 (495) 785 5336

Компания	Коршуновский ГОК
Тикер	KOGK
Тек. цена	\$3200
Спр. цена	\$3696
Рек-я	покупать

Компания	Карельский окатыш
Тикер	KARO
Тек. цена	\$1400
Спр. цена	\$1539
Рек-я	держать

Компания	Оленегорский ГОК
Тикер	OGOK
Тек. цена	\$920
Спр. цена	\$1157
Рек-я	покупать

## Инвестиционное заключение

**Мы начинаем рассматривать потенциал акций компаний-производителей железорудного сырья на фоне увеличения цен на их продукцию. Мы рекомендуем покупать акции Коршуновского ГОКа и Оленегорского ГОКа и держать акции Карельского окатыша.**

Основным фактором увеличения инвестиционной привлекательности компаний горнодобывающего сектора является повышение спроса на железорудное сырье (ЖРС) со стороны металлургических предприятий. И поэтому фундаментальными составляющими роста цен на ЖРС являются:

- **Рост спроса на металлы со стороны развивающихся стран.** Запланированные Китаем и Индией масштабные вложения в развитие инфраструктуры будут в среднесрочной перспективе подпитывать спрос на металлы в этих странах;
- **Слабеющий доллар.** Ослабление монетарной политики будет играть на слабый доллар, что также станет существенной поддержкой текущим ценам на все товарные группы, цены на которые котируются в долларах.

**На российском рынке** наблюдается схожая тенденция. Большинство российских металлургических холдингов запланировали существенный рост производственных мощностей в среднесрочной перспективе, что, конечно, должно увеличить их потребности в железной руде. В основе инвестиционной привлекательности российских ГОКов лежат следующие основные факторы:

- **Низкая оценка по сравнительным характеристикам.** Российские ГОКи демонстрируют высокие уровни доходности (35-45%) по EBITDA, а их оценка по показателю EV/EBITDA на 2008 год существенно ниже их аналогов на Украине. И хотя мы не ожидаем, что оценка достигнет уровня компаний развивающихся рынков, с нашей точки зрения, она оставляет большой простор для спекулятивного роста акций ГОКов на фоне увеличения стоимости железорудного сырья;
- **Диверсификация некоторых из них в сторону экспорта.** Коршуновский ГОК и Карельский окатыш экспортируют часть своей продукции, что, с нашей точки зрения, должно позволить им продолжить работу с большей эффективностью и в полной мере почувствовать благоприятную конъюнктуру на рынке железорудного сырья.

Основным недостатком ГОКов является малая ликвидность их акций, связанная с тем, что все они интегрированы в крупные металлургические холдинги. Именно этот факт является определяющим в их невысокой оценке, так как увеличивает риск выкупа со стороны мажоритарных акционеров по цене существенно ниже рыночной. Однако мы не считаем, что какой-либо из публичных собственников будет заинтересован в конфликте с миноритариями и в случае реализации риска за акции можно будет получить рыночную стоимость.

Мы выбрали три самые ликвидные компании сектора и оценили их методом DCF и сценарного коэффициентного анализа. Оптимистичные сценарии, обрисованные в анализе по коэффициентам, предполагают прирост стоимости еще до 20% к нашим целевым значениям. Отметим, что эти уровни цен, строго говоря, не являются чрезмерно позитивными, особенно с учетом разрыва между оценкой российских ГОКов и иностранных компаний. Однако на данный момент наши целевые значения по выбранным компаниям основываются на оценке DCF.

## На внешних рынках

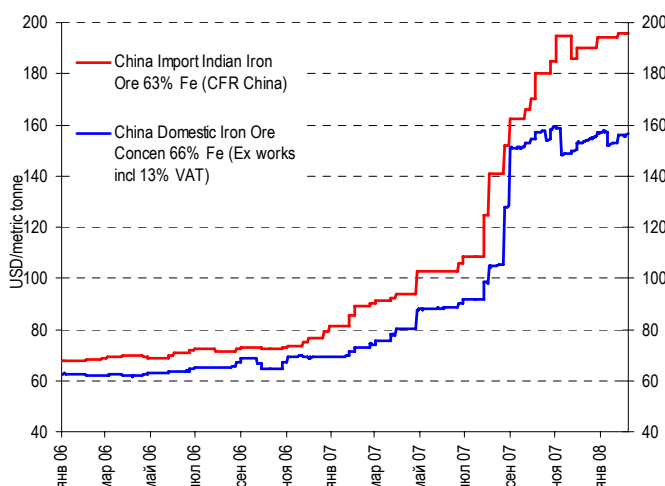
Цены на железную руду повышались в течение шести лет на фоне увеличения производства стали в развивающихся странах и находятся сейчас на максимуме. В основном за ценообразование на рынке ответственны три основных поставщика (вместе они контролируют три четверти рынка) – CVRD, BHP Billiton и Rio Tinto, причем лидер рынка, CVRD, обычно первый договаривается о ценах, задавая ориентиры всем остальным.

В феврале три крупнейших азиатских производителя стали (JFE Holdings, Posco и Nippon steel) договорились с CVRD, крупнейшим поставщиком железной руды на мировой рынок, о ценах на железную руду на год. Увеличение цен составило 65%. Спотовые же цены в Китае свидетельствуют о том, что текущие цены по долгосрочным контрактам имеют потенциал к дальнейшему росту. BHP Billiton (крупнейшая в мире горнорудная компания) заявила о том, что планируется создать индекс цен на железную руду, что позволит со временем увеличить долю продаж по спотовым ценам. Дополнительным драйвером для цен могут стать «консолидации гигантов»: так, в 2007 году BHP сделала предложение о поглощении Rio Tinto, а CVRD – Xtrata.

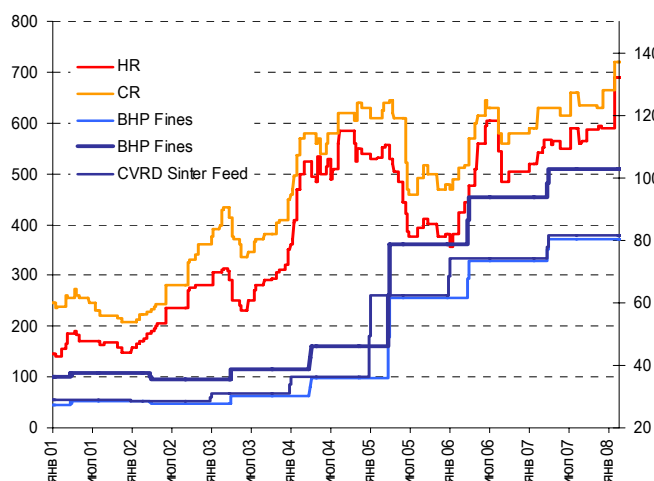
Мы прогнозируем рост цен на ЖРС в течение этого и следующего годов.

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	LT
Железородная мелочь, \$/т	72	79	90	97	90	85	60

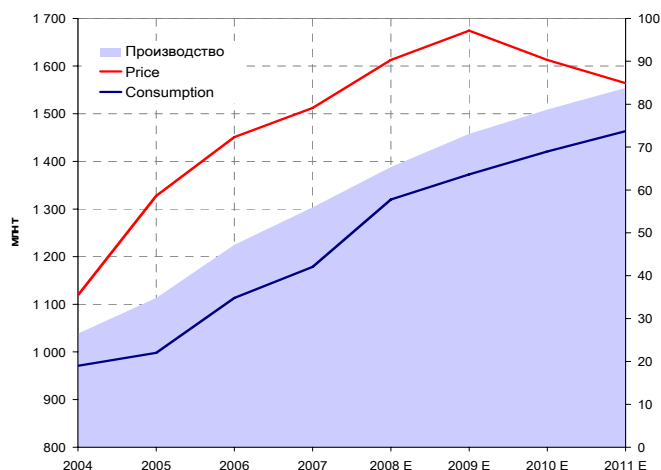
**Динамика спотовых цен, Китай, 2001-2007 гг.**



**Динамика цен на металлы и ЖРС, 2001-2007 гг.**

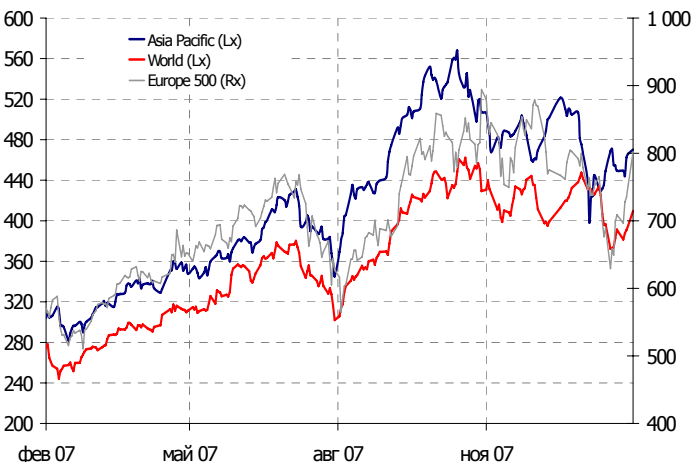


**Прогноз по средним ценам, 2008 г.**



Источник: Bloomberg, прогноз БКС

**Динамика цен акций горнорудных компаний**



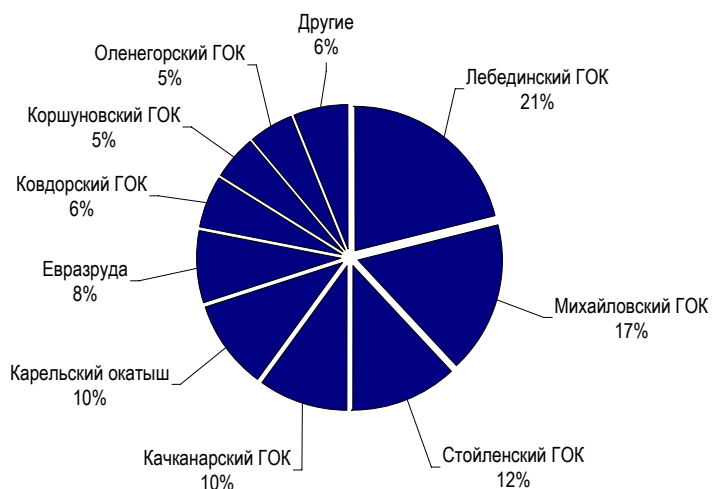
Источник: Bloomberg

## На внутреннем рынке

Все значимые производители на российском рынке принадлежат металлургическим холдингам. Поэтому основным риском при инвестировании в их акции является низкая ликвидность их бумаг. Соответственно, для анализа мы выбираем компании с большим free-float – это Коршуновский ГОК, Карельский окатыш и Оленегорский ГОК.

**Доли основных игроков в производстве железной руды в России, 2007Е**

**Доля основных владельцев в российских горно-обогатительных комбинатах на 2007 г.**



Компания	Тикер	Компания-владелец	Доля владельца	Free-float
Лебединский ГОК	LGOK	Газметалл	99%	1%
Михайловский ГОК	MGOK	Газметалл	98%	2%
Стойленский ГОК	SGOK	НЛМК	97%	3%
Качканарский ГОК	KGOK	Евраз	98%	2%
Ковдорский ГОК	KVDG	Еврохим	99.5%	0.5%
Карельский окатыш	KARO	Северсталь	93%	7%
Коршуновский ГОК	KOGK	Мечел	86%	14%
Оленегорский ГОК	OGOK	Северсталь	95%	5%

Источник: данные компаний, СМИ, оценка БКС

Источник: квартальные отчеты компаний, оценка БКС

## Оценка по коэффициентам

Исходя из наших представлений об условно «справедливых» коэффициентах на рынке, мы оценили по ним выбранные компании. Мы основывали наш расчет на объявленных планах предприятий по объемам производства в 2008 году и средних ценах реализации, спрогнозированных нами на тот же год для каждого из них в отдельности. Отметим, что сейчас они демонстрируют большую доходность, чем указано в базовых сценариях.

### Коршуновский ГОК

2008Е

KOGK Производство  
Чистый долг

млн т 5  
\$млн (200)

Цена на ЖРС	Цена на ЖРС		60	65	70	75	80	85
Маржа	35%		105	114	123	131	140	149
по EBITDA	40%		120	130	140	150	160	170
	45%		135	146	158	169	180	191
	50%		150	163	175	188	200	213
Прогноз капитализации								
EV/EBITDA			60	65	70	75	80	85
Вариант 1	3.5	35%	568	598	629	659	690	721
Негативный		40%	620	655	690	725	760	795
		45%	673	712	751	791	830	869
		50%	725	769	813	856	900	944
EV/EBITDA			60	65	70	75	80	85
Вариант 2	4.5	35%	673	712	751	791	830	869
Базовый		40%	740	785	830	875	920	965
		45%	808	858	909	959	1 010	1 061
		50%	875	931	988	1 044	1 100	1 156
EV/EBITDA			60	65	70	75	80	85
Вариант 3	5.5	35%	778	826	874	922	970	1 018
Оптимистичный		40%	860	915	970	1 025	1 080	1 135
		45%	943	1 004	1 066	1 128	1 190	1 252
		50%	1 025	1 094	1 163	1 231	1 300	1 369

Цена акции						
	60	65	70	75	80	85
35%	2 270	2 393	2 515	2 638	2 760	2 883
40%	2 480	2 620	2 760	2 900	3 040	3 180
45%	2 690	2 848	3 005	3 163	3 320	3 478
50%	2 900	3 075	3 250	3 425	3 600	3 775
	60	65	70	75	80	85
35%	2 690	2 848	3 005	3 163	3 320	3 478
40%	2 960	3 140	3 320	3 500	3 680	3 860
45%	3 230	3 433	3 635	3 838	4 040	4 243
50%	3 500	3 725	3 950	4 175	4 400	4 625
	60	65	70	75	80	85
35%	3 110	3 303	3 495	3 688	3 880	4 073
40%	3 280	3 440	3 660	3 880	4 100	4 320
45%	3 770	4 018	4 265	4 513	4 760	5 008
50%	4 100	4 375	4 650	4 925	5 200	5 475

## Карельский окатыш

2008E

KOGK Производство  
Чистый долгмлн т 10.6  
\$млн (80)

Цена на ЖРС	Цена на ЖРС		80	85	90	95	100	105
Маржа	35%		297	315	334	352	371	390
по EBITDA	40%		339	360	382	403	424	445
	45%		382	405	429	453	477	501
	50%		424	451	477	504	530	557
Прогноз капитализации								
EV/EBITDA			80	85	90	95	100	105
Вариант 1	3.5	35%	1 119	1 184	1 249	1 314	1 379	1 443
Негативный		40%	1 267	1 341	1 416	1 490	1 564	1 638
		45%	1 416	1 499	1 583	1 666	1 750	1 833
		50%	1 564	1 657	1 750	1 842	1 935	2 028
EV/EBITDA			80	85	90	95	100	105
Вариант 2	4.5	35%	1 386	1 468	1 549	1 631	1 712	1 794
Базовый		40%	1 572	1 666	1 759	1 852	1 946	2 039
		45%	1 759	1 864	1 969	2 074	2 179	2 284
		50%	1 946	2 062	2 179	2 295	2 412	2 529
EV/EBITDA			80	85	90	95	100	105
Вариант 3	5.5	35%	1 683	1 783	1 883	1 983	2 083	2 184
Оптимистичный		40%	1 912	2 026	2 141	2 255	2 370	2 484
		45%	2 141	2 269	2 398	2 527	2 656	2 785
		50%	2 370	2 513	2 656	2 799	2 942	3 085

Цена акции						
80	85	90	95	100	105	
35%	1 020	1 080	1 139	1 198	1 257	1 317
40%	1 156	1 223	1 291	1 359	1 426	1 494
45%	1 291	1 367	1 443	1 520	1 596	1 672
50%	1 426	1 511	1 596	1 680	1 765	1 849
80	85	90	95	100	105	
35%	1 264	1 339	1 413	1 487	1 562	1 636
40%	1 434	1 519	1 604	1 689	1 775	1 860
45%	1 604	1 700	1 796	1 892	1 987	2 083
50%	1 775	1 881	1 987	2 094	2 200	2 306
80	85	90	95	100	105	
35%	1 535	1 626	1 717	1 809	1 900	1 992
40%	1 883	1 744	1 848	1 952	2 057	2 161
45%	1 952	2 070	2 187	2 305	2 422	2 540
50%	2 161	2 292	2 422	2 553	2 683	2 814

## Оленегорский ГОК

2008E

KOGK Производство  
Чистый долгмлн т 4.9  
\$млн (73)

Цена на ЖРС	Цена на ЖРС		60	65	70	75	80	85
Маржа	35%		103	111	120	129	137	146
по EBITDA	40%		118	127	137	147	157	167
	45%		132	143	154	165	176	187
	50%		147	159	172	184	196	208
EV/EBITDA			60	65	70	75	80	85
Вариант 1	3.5	35%	433	463	493	523	553	583
Негативный		40%	485	519	553	588	622	656
		45%	536	575	613	652	690	729
		50%	588	630	673	716	759	802
EV/EBITDA			60	65	70	75	80	85
Вариант 2	4.5	35%	536	575	613	652	690	729
Базовый		40%	602	646	690	735	779	823
		45%	668	718	768	817	867	916
		50%	735	790	845	900	955	1 010
EV/EBITDA			60	65	70	75	80	85
Вариант 3	5.5	35%	639	686	733	780	828	875
Оптимистичный		40%	720	774	828	882	935	989
		45%	801	861	922	983	1 043	1 104
		50%	882	949	1 016	1 084	1 151	1 218

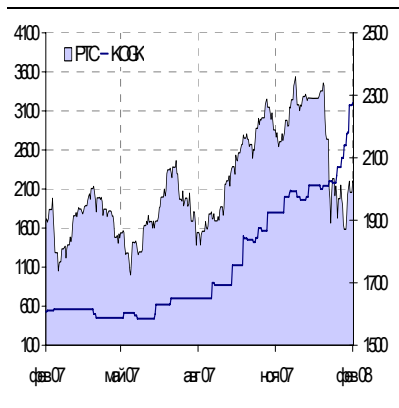
Цена акции						
60	65	70	75	80	85	
35%	788	842	897	951	1 006	1 060
40%	881	943	1 006	1 068	1 131	1 193
45%	975	1 045	1 115	1 185	1 255	1 325
50%	1 068	1 146	1 224	1 302	1 380	1 458
60	65	70	75	80	85	
35%	975	1 045	1 115	1 185	1 255	1 325
40%	1 095	1 175	1 255	1 335	1 416	1 496
45%	1 215	1 305	1 396	1 486	1 576	1 666
50%	1 335	1 436	1 536	1 636	1 736	1 837
60	65	70	75	80	85	
35%	1 162	1 247	1 333	1 419	1 505	1 590
40%	1 309	1 407	1 505	1 603	1 701	1 799
45%	1 456	1 566	1 676	1 786	1 897	2 007
50%	1 603	1 725	1 848	1 970	2 093	2 215

Оптимистичные сценарии предполагают прирост стоимости еще до 20% к нашим целевым значениям. Отметим, что эти уровни цен, строго говоря, не являются чрезмерно позитивными, особенно с учетом разрыва между оценкой российских ГОКов и иностранных компаний.



## Коршуновский ГОК

Ticker	KOGK RU
Price	\$3200
Fair value	\$3739
Upside	+15.5%
Recom.	
52 w max	\$3200
53 w min	\$400
Market Cap	\$800 млн
Free-float	14.4%
P/E	5.8
P/S	2.2
EV/EBITDA	3.6
PBV	2.2



**Мы начинаем анализ акций ОАО «Коршуновский горно-обогатительный комбинат» с рекомендации «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$3739 за акцию, что подразумевает потенциал роста по отношению к текущей цене \$3200 на уровне 15.5%.**

Основной продукцией Коршуновского ГОКа является железорудный концентрат, который компания продает Челябинскому меткомбинату (Мечел) и третьим лицам, в том числе с 2007 года на экспорт в Китай. На российском рынке по результатам IV квартала компания занимала 5%.

Коршуновский ГОК ведет разработку трех железорудных месторождений: Коршуновского, Рудногогорского и Татьянинского. Татьянинское месторождение близко к истощению, поэтому на данный момент компания рассматривает возможность освоения Красноярского месторождения, на разработку которого у нее есть лицензия, углубления Коршуновского месторождения и приобретения нескольких новых небольших месторождений в Иркутской области.

Мечел владеет около 85.6% компании, по данным последнего квартального отчета, также в феврале полномочия единоличного исполнительного органа общества перешли к ООО «Управляющая компания Мечел».

В 2005-2006 годах Коршуновский ГОК провел техническое перевооружение базы активов, его капитальные вложения на 2007-2011 годы составляли около \$100 млн (изначально – \$90, но программа на 2007 год была увеличена на 20%). Компания планирует поддерживать добычу на уровне 5 млн т железорудного концентрата и работать над издержками.

В основе инвестиционной привлекательности компании лежат следующие основные факторы:

- Коршуновский ГОК **торгуется по достаточно низким коэффициентам** и оперирует с высоким уровнем доходности по EBITDA. Мы прогнозируем, что доходность компании по EBITDA в 2008 году составит 49%, средняя же доходность за последние 4 года составляла около 40%;
- **Возможное включение Коршуновского ГОКа в набор активов, которые будут выделены Мечелом в отдельную горнорудную компанию.** Акции этой компании планируется разместить на бирже с тем, чтобы полученные средства использовать для погашения кредитов на покупку угольных активов. Пока речь идет только о выделении угольных активов – Эльгауголь, Якутуголь, Южный Кузбасс, – и неясно, войдет ли в эту компанию Коршуновский ГОК. Отметим, однако, что в случае его включения перспективные планы компании могут начать реализовываться раньше, что позитивно повлияет на оценку;
- **Экспорт части продукции в Китай.** В 2007 году доля экспорта концентрата составила около 30%, до этого же компания не экспортировала свою продукцию. Выход компании на внешние рынки является весьма позитивным фактором, так как экспортная цена в Китае существенно превышает цены реализации на внутреннем рынке. К тому же для ГОКа это дает возможность диверсификации бизнеса компании.

**Итого:** учитывая малую ликвидность акций компании, риск выкупа мажоритарным акционером по неблагоприятной цене и тот факт, что до последнего времени ее продукция поставлялась только на внутренний рынок, мы не предполагаем, что коэффициенты поднимутся до уровней иностранных компаний. Однако низкая оценка дает большой простор для спекулятивного роста на фоне повышения цен на железорудный концентрат.

## Оценка компании

## Оценка компании

## Коршуновский ГОК: модель дисконтированных денежных потоков (DCF-model)

RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	LT
Выручка	178	203	330	416	405	375	354	300
Операционные затраты	(92)	(123)	(154)	(178)	(180)	(181)	(183)	(180)
EBITDA	79	71	166	227	213	181	156	112
Амортизация	(7)	(9)	(10)	(12)	(12)	(13)	(15)	(8)
<b>EBIT</b>	<b>72</b>	<b>63</b>	<b>156</b>	<b>215</b>	<b>200</b>	<b>168</b>	<b>142</b>	<b>104</b>
Налоговые платежи	(20)	(9)	(44)	(62)	(60)	(53)	(46)	(37)
Амортизация	7	9	10	12	12	13	15	
Капитальные затраты	(17)	(14)	(22)	(18)	(18)	(18)	(18)	
Изменение рабочего капитала	(19)	(9)	(5)	(23)	2.1	5.4	1	
<b>FCFF</b>	<b>23</b>	<b>40</b>	<b>94</b>	<b>120</b>	<b>143</b>	<b>134</b>	<b>114</b>	<b>55</b>
WACC, %				12.9%	12.8%	12.7%	12.6%	12.5%
Фактор дисконтирования				0.89	0.79	0.70	0.62	0.62

## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	1.25
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск +непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	13.0%
Стоимость долга, %	5.5%
Прогнозное отношение долга/капитала, %	0%
<b>WACC, %</b>	<b>13.0%</b>

## Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	55
Конечный темп роста, %	3.0%
Ставка дисконтирования на конец периода	12.6%
TV, \$ млн	578
<b>Приведенная стоимость TV, \$ млн</b>	<b>358</b>

## Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	713
- чистый долг, \$ млн	(211)
- доля меньшинства, \$ млн	-
<b>Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн</b>	<b>924</b>
Количество ADR, млн	0
Количество привилегированных акций, млн	0
Эквивалент ADR в обращении, млн	<b>0.250</b>
<b>Справедливая цена акций, \$</b>	<b>3 696</b>

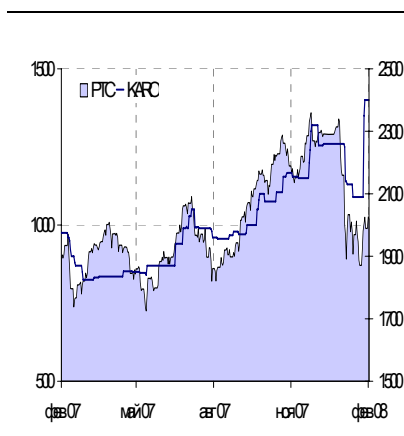
Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций, рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$3696/акцию, что на 15.5% выше текущей цены \$3200 и предполагает рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

## Карельский окатыш

Ticker	KARO
Price	\$1400
Fair value	\$1539
Downside	9.9%
Recom.	держать

52 w max	\$1400
53 w min	\$820
Market Cap	\$1535 млн
Free-float	4.96-20.75%
P/E	6.7
P/S	1.8
EV/EBITDA	4.4
PBV	1.6



**Мы начинаем анализ акций ОАО «Карельский окатыш» с рекомендации «ДЕРЖАТЬ» с целевой ценой \$1539 за акцию, что подразумевает потенциал роста по отношению к текущей цене \$1400 на уровне 9.9%.**

Карельский окатыш входит в сырьевой дивизион Северстали и является одним из крупнейших российских предприятий и крупнейшим на северо-западе России по добыче железной руды и производству железорудных окатышей.

Карельский окатыш обладает лицензиями на разработку пяти месторождений, совокупные балансовые запасы железной руды на которых превышают 646 млн т. Согласно международной оценке JORC, предприятие имеет установленный уровень запасов 1243 млн т. К тому же в середине октября прошлого года компания стала победителем аукциона на получение права на разведку и добычу железной руды на Южно-Корпангском участке Корпангского железорудного месторождения, которое позволит увеличить производство окатышей приблизительно на 2 млн т.

Согласно данным ежеквартального отчета компании на 31.12.07, доля ООО «Холдинговая горная компания», аффилированного с Северсталью, в Карельском окатыше составляет 79.25%, что предполагает free-float последнего на уровне 20.75%. Однако, по данным информационных систем СПАРК и СКРИН, доля Северстали составляет от 92.77% до 95.04%.

В 2007 году предприятие произвело более 10 млн т окатышей, превысив результат прошлого года на 6.6%. Основным потребителем продукции компании является Северсталь – на ее долю приходится порядка 50% в объемах реализации железорудных окатышей. Согласно планам материнской компании, к 2009 году за счет модернизации производственных мощностей Карельский окатыш увеличит выпуск своей продукции до 11.2 млн т.

В основе инвестиционной привлекательности компании лежат следующие основные факторы:

- Карельский окатыш на данный момент торгуется с коэффициентом EV/EBITDA на уровне 4.4, что, по нашему мнению, является справедливым уровнем при прогнозируемой 41-процентной доходности по EBITDA на 2008 год;
- Кроме внутреннего рынка компания поставляет продукцию на экспорт в страны Восточной (~6% товарной продукции) и Западной (~22%) Европы. Помимо реализации третьим лицам экспортные поставки осуществляются также на предприятия группы Северсталь (порядка 11%). Данный факт дает конкурентное преимущество компании в диверсификации рынков сбыта продукции

**Итого:** возможный низкий free-float компании создает риск объявления обязательной оферты при средней цене за последние полгода на уровне \$1126 за акцию, что ниже текущей рыночной цены более чем на 20%. Инвестирование в акции данного эмитента при текущих котировках мы считаем малооправданным и рекомендуем держать его бумаги.



## Оценка компании

## Оценка компании

## Карельский окатыш: модель дисконтированных денежных потоков (DCF-model)

RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	LT
Выручка	697	616	818	931	1 097	1 067	1 038	720
Операционные затраты	(310)	(390)	(460)	(522)	(584)	(620)	(648)	(475)
EBITDA	369	200	329	381	486	421	364	222
Амортизация	(17)	(26)	(29)	(29)	(27)	(26)	(26)	(23)
<b>EBIT</b>	<b>352</b>	<b>175</b>	<b>300</b>	<b>352</b>	<b>459</b>	<b>395</b>	<b>338</b>	<b>199</b>
Налоговые платежи	(84)	(49)	(74)	(90)	(123)	(110)	(98)	(68)
Амортизация	17	26	29	29	27	26	26	
Капитальные затраты	(64)	(81)	(20)	(20)	(20)	(20)	(21)	
Изменение рабочего капитала	(81)	5	(33)	(24)	(28.7)	10.1	()	
<b>FCFF</b>	<b>141</b>	<b>75</b>	<b>202</b>	<b>246</b>	<b>315</b>	<b>301</b>	<b>245</b>	<b>108</b>
WACC, %				12.2%	12.1%	12.0%	11.9%	11.9%
Фактор дисконтирования				0.89	0.80	0.71	0.63	0.63

## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	1.25
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск +непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	13.0%
Стоимость долга, %	6.1%
Прогнозное отношение долга/капитала, %	3%
<b>WACC, %</b>	<b>12.3%</b>

## Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	108
Конечный темп роста, %	3.0%
Ставка дисконтирования на конец периода	11.9%
TV, \$ млн	1 212
<b>Приведенная стоимость TV, \$ млн</b>	<b>769</b>

## Расчет справедливой стоимости (Fair value)

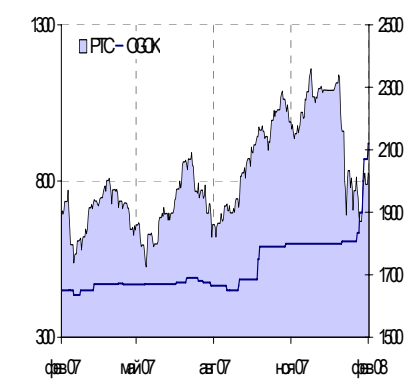
Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	1 608
- чистый долг, \$ млн	(80)
- доля меньшинства, \$ млн	-
<b>Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн</b>	<b>1 688</b>
Количество ADR, млн	1.1
Количество привилегированных акций, млн	0
Эквивалент ADR в обращении, млн	1.1
<b>Справедливая цена акций, \$</b>	<b>1 539</b>

Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций, рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$1539/акцию, что на 9.9% выше текущей цены \$1400 и предполагает рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

## Оленегорский ГОК

Ticker	OGOK
Price	\$920
Fair value	\$1157
Upside	+25.8%
Recom.	покупать
52 w max	\$920
53 w min	\$435
Market Cap	\$509.5 млн
Free-float	6.92-7.3%
P/E	2.8
P/S	2.1
EV/EBITDA	3.0
PBV	0.6



**Мы начинаем анализ акций ОАО «Оленегорский горно-обогатительный комбинат» с рекомендации «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$1157 за акцию, что подразумевает потенциал роста по отношению к текущей цене \$920 на уровне 25.8%.**

Оленегорский ГОК (Олкон) изначально строился под обеспечение сырьем Череповецкого металлургического комбината — основной производственной площадки группы Северсталь в России. Основной продукцией Оленегорского ГОКа является железорудный концентрат, а основным потребителем, соответственно, Северсталь. На российском рынке по результатам IV квартала компания занимала 4.7%.

Сырьевая база Олкона представлена месторождениями железистых кварцитов, расположенных в окрестностях города Оленегорска. Основные промышленные запасы железной руды сосредоточены в пяти месторождениях. В настоящее время в эксплуатации находятся 5 карьеров: Оленегорский, Кировогорский, Бауманский, им. 15-летия Октября и Комсомольский. Добыча руды производится как открытым, так и подземным способом.

Согласно планам компании на 2008 год, на Олконе ожидается прирост объемов производства продукции на 4%, до 4.9 млн т концентрата железной руды, а в дальнейшем предприятие планирует поддерживать производство на уровне 5 млн т. Для этого Олкон планирует развивать подземную добычу руды, что связано со значительными инвестициями (в 2007 году, по расчетам компании, в развитие производства было вложено порядка \$74 млн).

Оленегорский ГОК **торгуется по достаточно низкому коэффициенту EV/EBITDA — 3.0**, тогда как во время повышения цен на железную руду во всем мире оценка компаний-производителей данной продукции поднялась выше 5.0. Именно этот фактор повышает инвестиционную привлекательность компании.

Основным риском при инвестировании в акции Олкона мы считаем возможное объявление обязательной оферты материнской компанией. По данным официального отчета об аффилированных лицах по итогам 2007 года, Северсталь являлась собственником 92.7% Олкона, в то же время, по данным системы СКРИН, free-float последнего составляет 6.92%. Средняя же цена акций компании за последние полгода составляет \$639, что на 30% ниже текущих котировок.

**Итого:** учитывая малую ликвидность акций Оленегорского ГОКа, риск выкупа мажоритарным акционером по неблагоприятной цене и тот факт, что до последнего времени его продукция поставлялась только на внутренний рынок, мы не предполагаем, что его коэффициенты поднимутся до уровней иностранных компаний. Однако низкая оценка дает большой простор для спекулятивного роста на фоне роста цен на железорудный концентрат.

## Оценка компании

## Оценка компании

## Оленегорский ГОК: модель дисконтированных денежных потоков (DCF-model)

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	LT
Выручка		160	242	301	339	392	364	343	300
Операционные затраты		(100)	(125)	(166)	(178)	(196)	(201)	(205)	(185)
EBITDA		56	108	124	140	174	141	116	99
Амортизация		(3)	(9)	(11)	(21)	(22)	(22)	(22)	(16)
<b>EBIT</b>		<b>53</b>	<b>99</b>	<b>113</b>	<b>119</b>	<b>152</b>	<b>119</b>	<b>94</b>	<b>83</b>
Налоговые платежи		(13)	(24)	(28)	(30)	(40)	(33)	(27)	(25)
Амортизация		3	9	11	21	22	22	22	
Капитальные затраты		(43)	(17)	(74)	(33)	(20)	(20)	(21)	
Изменение рабочего капитала		(9)	2	(15)	(5)	(5.4)	4.0	1	
<b>FCFF</b>		<b>(9)</b>	<b>68</b>	<b>7</b>	<b>73</b>	<b>109</b>	<b>92</b>	<b>69</b>	<b>48</b>
WACC, %					12.9%	12.8%	12.7%	12.6%	12.6%
Фактор дисконтирования					0.89	0.79	0.70	0.62	0.62

## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	1.25
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск +непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	13.0%
Стоимость долга, %	6.1%
Прогнозное отношение долга/капитала, %	0%
<b>WACC, %</b>	<b>13.0%</b>

## Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	48
Конечный темп роста, %	3.0%
Ставка дисконтирования на конец периода	12.6%
TV, \$ млн	501
<b>Приведенная стоимость TV, \$ млн</b>	<b>310</b>

## Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	568
- чистый долг, \$ млн	(73)
- доля меньшинства, \$ млн	-
<b>Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн</b>	<b>641</b>
Количество ADR, млн	0.6
Количество привилегированных акций, млн	0
Эквивалент ADR в обращении, млн	1
<b>Справедливая цена акций, \$</b>	<b>1 157</b>

Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций, рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$1157/акцию, что на 25.8% выше текущей цены \$920 и предполагает рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

## Сравнительный анализ

Мы провели сравнительный анализ российских ГОКов с зарубежными производителями железорудной продукции по финансовым коэффициентам.

## Сравнительный анализ компаний горнорудного сектора на основе финансовых мультипликаторов

Компания	Тикер	Страна	Рыночная капит-ция \$ млн	Стоимость предпр-я \$ млн	Стоимость предприятия/ выручка			Стоимость предприятия/ EBITDA			Цена/ доход на акцию (P/E)		
					2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Коршуновский ГОК	KOGK	Россия	800	800	3.5	2.6	1.9	10.1	4.7	3.6	13.3	7.9	5.8
Карельский окатыш	KARO	Россия	1 535	1 685	2.5	2.1	1.9	7.6	5.1	4.4	10.0	6.6	7.8
Оленегорский ГОК	OGOK	Россия	509	420	1.6	1.5	1.6	3.4	3.6	3.0	6.0	6.6	5.2
<b>Развивающиеся рынки</b>													
Central GOK	CGOK UZ	Ukraine	2 023	2 117	5.6	4.7	3.9	24.3	20.3	16.9	36.1	30.1	25.1
North GOK	SGOK UZ	Ukraine	7 622	7 838	9.7	8.8	7.0	31.2	18.6	14.4	48.7	22.7	16.8
Poltava GOK	PGOK UZ	Ukraine	2 309	2 457	5.3	4.2	3.5	27.7	17.3	12.5	82.2	31.4	21.8
Kumba Iron Ore	KIO SJ	South Africa	12 054	12 410	N/a	5.1	3.8	N/a	7.4	5.4	N/a	14.3	10.3
<b>Медиана</b>					<b>7.6</b>	<b>4.9</b>	<b>3.9</b>	<b>29.5</b>	<b>18.0</b>	<b>13.4</b>	<b>65.5</b>	<b>26.4</b>	<b>19.3</b>
<b>Развитые рынки</b>													
Mount Gibson Iron	MGX AU	Australia	2 339	2 438	36.4	6.1	3.7	72.3	9.9	4.8	109.2	24.0	8.4
Portman limited	PMM AU	Australia	1 762	1 702	3.9	3.6	2.6	10.0	10.7	5.1	16.8	17.8	7.9
<b>Медиана</b>					<b>20.2</b>	<b>4.8</b>	<b>3.2</b>	<b>41.1</b>	<b>10.3</b>	<b>5.0</b>	<b>63.0</b>	<b>20.9</b>	<b>8.1</b>
<b>Диверсифицированные производители</b>													
Cia. Vale do Rio Doce (PN)	VALE3 BZ	Brazil	146 875	167 282	6.5	4.8	4.1	13.0	9.0	7.5	19.2	12.2	11.1
BHP Billiton Limited	BHP AU	Australia	119 221	128 178	4.0	2.6	2.4	10.7	5.2	4.5	11.4	8.0	6.7
Rio Tinto Plc	RIO AU	UK	164 266	153 339	7.5	3.5	3.4	16.8	8.6	7.7	24.2	18.2	16.4
<b>Медиана</b>					<b>6.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>13.0</b>	<b>8.6</b>	<b>7.5</b>	<b>19.2</b>	<b>12.2</b>	<b>11.1</b>

Согласно этому анализу, первые торгуются с существенным дисконтом – до 80%. Однако экспорт российских компаний сектора является не основным рынком сбыта продукции, в результате чего они теряют часть возможной прибыли, т. к. цены на зарубежных рынках выше российских. Таким образом, мы считаем оправданным диапазон оценки российских ГОКов по мультипликатору EV/EBITDA на уровне 4-4.5. Однако мы не исключаем спекулятивного роста и до значений мировых компаний.

## Приложение

## Коршуновский ГОК

## Отчет о прибылях и убытках

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Выручка		178	203	330	416	405	375	354
Себестоимость		(78)	(99)	(122)	(125)	(129)	(136)	(143)
<b>Валовая прибыль</b>		100	104	208	291	275	239	211
<i>Валовая рентабельность</i>		56.3%	51.2%	62.9%	70.0%	68.1%	63.6%	59.6%
Администр. и управ. расходы		(15)	(15)	(18)	(25)	(25)	(23)	(22)
Операционные расходы		(7)	(18)	(23)	(39)	(38)	(35)	(33)
<b>EBITDA</b>		79	71	166	227	213	181	156
<i>Рентабельность по EBITDA</i>		44%	35%	50%	54%	53%	48%	44%
Амортизация		(7)	(9)	(10)	(12)	(12)	(13)	(15)
<b>Операционная прибыль</b>		72	63	156	215	200	168	142
<i>Операционная рентабельность</i>		40%	31%	47%	52%	50%	45%	40%
Внереализационные расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до финанс. и налогов</b>		72	63	156	215	200	168	142
<i>Рентабельность по EBIT</i>		40%	31%	47%	52%	50%	45%	40%
Процентные поступления		.00	.0	2.9	10	16	22	26
Процентные платежи		(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Прочие финансовые расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогообложения</b>		71	63	159	225	217	190	167
<i>Рентабельность по EBT</i>		40%	31%	48%	54%	54%	51%	47%
Налог на прибыль		(18.2)	(20)	(44)	(63)	(61)	(53)	(47)
Прочие обязательства		(1.9)	11.0	-	1	1	1	1
<b>Чистая прибыль</b>		50.8	54	115	163	157	137	121
Доля миноритариев		-	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Чистая прибыль к распределению</b>		50.8	54	115	163	157	137	121
<i>Рентабельность по ЧП</i>		28.4%	26.5%	34.8%	39.1%	38.8%	36.6%	34.2%

Источник: данные компании, оценка БКС

## Балансовый отчет

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
<b>Активы всего</b>		<b>125</b>	<b>144</b>	<b>264</b>	<b>447</b>	<b>596</b>	<b>711</b>	<b>880</b>
Внеоборотные активы		95	102	124	157	172	179	257
Основные средства		85	98	113	127	130	131	143
Незавершенное строительство		9	3	10	13	14	14	15
Нематериальные активы		-	-	-	-	-	-	-
Инвестиции в дочерние предприятия		-	-	1	2	2	2	2
Прочие внеоборотные активы		.3	.3	.9	14.7	26.4	32.6	96.4
<b>Оборотные активы</b>		<b>30</b>	<b>42</b>	<b>140</b>	<b>290</b>	<b>424</b>	<b>532</b>	<b>623</b>
Запасы		17	15	22	34	33	30	29
Дебиторская задолженность		10	25	28	42	41	37	36
Расчеты по займам		3	1	2	2	2	2	2
Денежные средства и эквиваленты		.1	.6	88	211	348	464	557
Прочие оборотные активы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Акционерный капитал и обязательства</b>		<b>125</b>	<b>144</b>	<b>264</b>	<b>447</b>	<b>596</b>	<b>711</b>	<b>880</b>
Акционерный капитал		55	115	238	420	570	687	857
Уставный капитал		-	-	-	-	-	-	-
Добавочный капитал		61	64	72	76	75	73	77
Резерв. под курсовые разницы		-	-	-	-	-	-	-
Нераспределенная прибыль		(6)	50	166	343	495	615	779
Прочее		-	-	-	-	-	-	-
Доля меньшинства		-	-	-	-	-	-	-
<b>Обязательства всего</b>		<b>70</b>	<b>30</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>23</b>
Долгосрочные обязательства		1	1	4	3	3	3	3
Долгосрочные обязательства		-	-	-	-	-	-	-
Займы со связан. сторонами		-	-	-	-	-	-	-
Отложенные налоговые обязательства		1.3	1	3	3	3	3	3
Резервы		-	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства		.0	-	1	-	-	-	-
<b>Краткосрочные обязательства</b>		<b>69</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
Кредиторская задолженность		8	11	16	20	19	17	17
Краткосрочные обязательства		61	8	-	-	-	-	-
Займы со связан. сторонами		-	-	-	-	-	-	-
Налоговые обязательства		-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства		.3	9.7	5.9	4.2	4.1	3.7	3.6

Источник: данные компании, оценка БКС



## Карельский окатыш

## Отчет о прибылях и убытках

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Выручка		697	616	818	931	1 097	1 067	1 038
Себестоимость		(255)	(314)	(353)	(397)	(429)	(470)	(503)
<b>Валовая прибыль</b>		<b>442</b>	<b>302</b>	<b>464</b>	<b>535</b>	<b>667</b>	<b>597</b>	<b>535</b>
Валовая рентабельность		63.4%	49.1%	56.8%	57.4%	60.8%	56.0%	51.6%
Администр. и управ. расходы		(70)	(81)	(107)	(122)	(144)	(140)	(136)
Операционные расходы		(3)	(21)	(28)	(32)	(38)	(36)	(36)
<b>EBITDA</b>		<b>369</b>	<b>200</b>	<b>329</b>	<b>381</b>	<b>486</b>	<b>421</b>	<b>364</b>
Рентабельность по EBITDA		53%	33%	40%	41%	44%	39%	35%
Амортизация		(17)	(26)	(29)	(29)	(27)	(26)	(26)
<b>Операционная прибыль</b>		<b>352</b>	<b>175</b>	<b>300</b>	<b>352</b>	<b>459</b>	<b>395</b>	<b>338</b>
Операционная рентабельность		50%	28%	37%	38%	42%	37%	33%
Внереализационные расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до финанс. и налогов</b>		<b>352</b>	<b>175</b>	<b>300</b>	<b>352</b>	<b>459</b>	<b>395</b>	<b>338</b>
Рентабельность по EBIT		50%	28%	37%	38%	42%	37%	33%
Процентные поступления		2.15	18.3	.9	8	22	35	44
Процентные платежи		(4)	(6)	(17)	(15)	(12)	(9)	(7)
Прочие финансовые расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогообложения</b>		<b>350</b>	<b>187</b>	<b>284</b>	<b>344</b>	<b>468</b>	<b>421</b>	<b>375</b>
Рентабельность по EBT		50%	30%	35%	37%	43%	39%	36%
Налог на прибыль		(81.9)	(47)	(71)	(86)	(117)	(105)	(94)
Прочие обязательства		(2.1)	(2.2)	(3)	(4)	(6)	(5)	(4)
<b>Чистая прибыль</b>		<b>266.5</b>	<b>138</b>	<b>210</b>	<b>254</b>	<b>346</b>	<b>311</b>	<b>277</b>
Доля миноритариев		-	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Чистая прибыль к распределению</b>		<b>266.5</b>	<b>138</b>	<b>210</b>	<b>254</b>	<b>346</b>	<b>311</b>	<b>277</b>
Рентабельность по ЧП		38.2%	22.4%	25.7%	27.3%	31.5%	29.1%	26.7%

Источник: данные компании, оценка БКС

## Балансовый отчет

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
<b>Активы всего</b>	<b>465</b>	<b>777</b>	<b>1 005</b>	<b>1 305</b>	<b>1 629</b>	<b>1 852</b>	<b>2 227</b>	
Внеоборотные активы	202	282	363	354	273	284	443	
Основные средства	164	201	197	201	190	178	185	
Незавершенное строительство	32	62	62	56	45	36	30	
Нематериальные активы	-	-	-	-	-	-	-	
Инвестиции в дочерние предприятия	5	18	23	27	31	30	30	
Прочие внеоборотные активы	.2	.6	81.2	69.6	5.6	40.1	197.6	
<b>Оборотные активы</b>	<b>263</b>	<b>495</b>	<b>641</b>	<b>951</b>	<b>1 357</b>	<b>1 568</b>	<b>1 784</b>	
Запасы	45	44	56	65	76	72	72	
Дебиторская задолженность	90	93	118	137	160	152	153	
Расчеты по займам	9	7	8	10	11	11	11	
Денежные средства и эквиваленты	32.1	7.0	20	229	512	767	981	
Прочие оборотные активы	87	345	439	511	597	567	567	
<b>Акционерный капитал и обязательства</b>	<b>465</b>	<b>777</b>	<b>1 005</b>	<b>1 305</b>	<b>1 629</b>	<b>1 852</b>	<b>2 227</b>	
Акционерный капитал	370	550	774	1 086	1 417	1 681	2 079	
Уставный капитал	-	-	-	-	-	-	-	
Добавочный капитал	99	108	108	115	113	109	117	
Резерв. под курсовые разницы	.00	.00	.00	.00	-	-	-	
Нераспределенная прибыль	271	442	666	971	1 304	1 572	1 962	
Прочее	-	-	-	-	-	-	-	
Доля меньшинства	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Обязательства всего</b>	<b>95</b>	<b>227</b>	<b>231</b>	<b>219</b>	<b>212</b>	<b>171</b>	<b>148</b>	
Долгосрочные обязательства	62	193	188	169	154	115	92	
Долгосрочные обязательства	48	178	170	149	130	93	70	
Займы со связан. сторонами	-	-	-	-	-	-	-	
Отложенные налоговые обязательства	7.6	10	13	15	18	17	17	
Резервы	-	-	-	-	-	-	-	
Прочие долгосрочные обязательства	6.6	5	4	5	6	5	5	
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>59</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	
Кредиторская задолженность	25	29	35	41	48	45	45	
Краткосрочные обязательства	-	-	-	-	-	-	-	
Займы со связан. сторонами	-	-	-	-	-	-	-	
Налоговые обязательства	-	-	-	-	-	-	-	
Прочие краткосрочные обязательства	7.3	5.1	8.2	9.5	11.1	10.5	10.6	

Источник: данные компании, оценка БКС

## Олкон

## Отчет о прибылях и убытках

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Выручка		160	242	301	339	392	364	343
Себестоимость		(89)	(120)	(139)	(156)	(169)	(177)	(184)
<b>Валовая прибыль</b>		71	123	162	183	224	187	159
Валовая рентабельность		44.6%	50.6%	53.7%	53.9%	57.0%	51.4%	46.3%
Администр. и управ. расходы		(13)	(11)	(31)	(35)	(41)	(38)	(36)
Операционные расходы		(2)	(3)	(7)	(7)	(9)	(8)	(8)
<b>EBITDA</b>		56	108	124	140	174	141	116
Рентабельность по EBITDA		35%	45%	41%	41%	44%	39%	34%
Амортизация		(3)	(9)	(11)	(21)	(22)	(22)	(22)
<b>Операционная прибыль</b>		53	99	113	119	152	119	94
Операционная рентабельность		33%	41%	37%	35%	39%	33%	27%
Внереализационные расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до финанс. и налогов</b>		53	99	113	119	152	119	94
Рентабельность по EBIT		33%	41%	37%	35%	39%	33%	27%
Процентные поступления		.02	2.5	-	1	8	13	16
Процентные платежи		(1)	(1)	-	-	-	-	-
Прочие финансовые расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогообложения</b>		52	101	113	121	160	132	109
Рентабельность по EBT		33%	42%	37%	36%	41%	36%	32%
Налог на прибыль		(12.7)	(24)	(27)	(29)	(38)	(32)	(26)
Прочие обязательства		(.6)	(.8)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Чистая прибыль</b>		39.1	76	85	91	120	99	82
Доля миноритариев		-	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные расходы		-	-	-	-	-	-	-
<b>Чистая прибыль к распределению</b>		39.1	76	85	91	120	99	82
Рентабельность по ЧП		24.5%	31.5%	28.2%	26.7%	30.6%	27.3%	23.9%

Источник: данные компании, оценка БКС

## Балансовый отчет

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Активы всего	100	189	289	442	561	620	721	
Внеоборотные активы	69	95	167	192	177	162	199	
Основные средства	55	77	142	164	158	152	160	
Незавершенное строительство	14	17	25	28	18	10	7	
Нематериальные активы	-	-	-	-	-	-	-	
Инвестиции в дочерние предприятия								
Прочие внеоборотные активы	.1	.1	.2	.2	.2	.2	32.0	
Оборотные активы	30	94	122	250	385	458	522	
Запасы	10	14	20	23	26	23	23	
Дебиторская задолженность	16	26	36	42	48	43	42	
Расчеты по займам	3	1	2	2	2	2	2	
Денежные средства и эквиваленты	.5	6.9	(32)	73	182	274	344	
Прочие оборотные активы	1	46	96	111	127	115	112	
Акционерный капитал и обязательства	100	189	289	442	561	620	721	
Акционерный капитал	76	162	251	360	475	558	679	
Уставный капитал								
Добавочный капитал	9	10	10	11	11	10	11	
Резерв. под курсовые разницы	.02	.02	.02	.03				
Нераспределенная прибыль	67	152	241	350	464	547	668	
Прочее	-	-	-	-	-	-	-	
Доля меньшинства	-	-	-	-	-	-	-	
Обязательства всего	24	27	38	81	87	62	42	
Долгосрочные обязательства	1	2	9	49	49	28	9	
Долгосрочные обязательства	-	-	-	-	-	-	-	
Займы со связан. сторонами	-	-	-	-	-	-	-	
Отложенные налоговые обязательства	.9	2	8	9	10	9	9	
Резервы								
Прочие долгосрочные обязательства	-	-	2	40	39	19	-	
Краткосрочные обязательства	23	25	29	33	38	34	33	
Кредиторская задолженность	10	25	26	29	34	31	30	
Краткосрочные обязательства	13	-	-	-	-	-	-	
Займы со связан. сторонами	-	-	-	-	-	-	-	
Налоговые обязательства	-	-	-	-	-	-	-	
Прочие краткосрочные обязательства	.0	.0	3.0	3.5	4.0	3.6	3.5	

Источник: данные компании, оценка БКС

## Евгений Старцев

Директор департамента внебиржевых операций  
[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)

## BCS Equity Research Team

+7 495 785 5336

**Макс Шейн**  
Руководитель отдела  
Нефть, нефтехимия  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

**Ирина Филатова**  
Электроэнергетика  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

**Денис Мухин**  
Банки, телекомы  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Михаил Сайно**  
Химия, транспорт  
[msayno@msk.bcs.ru](mailto:msayno@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**  
Металлургия  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

**Екатерина Кравченко**  
Нефть и газ, медиакомпания  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

**Татьяна Бобровская**  
Пищепром, розница, потребительские товары  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**  
Нефть и газ  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

**Светлана Малова**  
Ассистент  
[smalova@msk.bcs.ru](mailto:smalova@msk.bcs.ru)

**Севастьян Козицын**  
Машиностроение  
[skoziysyn@msk.bcs.ru](mailto:skoziysyn@msk.bcs.ru)

**Анастасия Жданова**  
Металлургия  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Светлана Макеева**  
Корректор  
[smiheeva@msk.bcs.ru](mailto:smiheeva@msk.bcs.ru)

**Алена Чигринская**  
Ассистент  
[achigrinskaya@msk.bcs.ru](mailto:achigrinskaya@msk.bcs.ru)

## BCS Equity Sales & Trading

**Денис Новиков**  
Главный трейдер  
[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7467

**Александр Микин**  
Трейдер  
[amikin@msk.bcs.ru](mailto:amikin@msk.bcs.ru)

**Артем Губанов**  
Трейдер  
[aqubanov@msk.bcs.ru](mailto:aqubanov@msk.bcs.ru)

**Павел Полухин**  
Трейдер  
[ppoluhin@msk.bcs.ru](mailto:ppoluhin@msk.bcs.ru)

**Сергей Цуркан**  
Sales Trader  
[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Ольга Карельская**  
ИО Начальника отдела  
консультирования  
[karelyva@msk.bcs.ru](mailto:karelyva@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

**Андрей Бычин**  
Зам. начальника отдела  
консультирования  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Антон Манаев**  
Консультант по инвестициям  
[amanaev@msk.bcs.ru](mailto:amanaev@msk.bcs.ru)

**Антон Клецкий**  
Консультант по инвестициям  
[akletskiy@msk.bcs.ru](mailto:akletskiy@msk.bcs.ru)

**Ринат Темербеков**  
Sales Trader  
[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Альберт Хусаинов**  
Старший консультант по инвестициям  
[ahusainov@msk.bcs.ru](mailto:ahusainov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7476

**Павел Васев**  
Консультант по инвестициям  
[pvasev@msk.bcs.ru](mailto:pvasev@msk.bcs.ru)  
+7 495 380 1595

**Евгений Тупикин**  
Старший Финансовый советник  
[etupikin@msk.bcs.ru](mailto:etupikin@msk.bcs.ru)

**Александр Пименов**  
Финансовый советник  
[apimenov@msk.bcs.ru](mailto:apimenov@msk.bcs.ru)

Настоящий материал был подготовлен аналитическим департаментом ООО «Компания Брокеркредитсервис» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. 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. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания Брокеркредитсервис» ответственности не несет.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа.

Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2008 ООО «Компания Брокеркредитсервис». Все права защищены.