



CONCORDE CAPITAL

Украина / Металлургия

Северный ГОК

Впечатляющие маржи в 2009г.

15 Февраля, 2010 г.

Текущая цена: 5.7 грн.

Целевая цена на 12м.: 10.5 грн.

ПОКУПАТЬ

Андрей Герус
ga@concorde.com.ua
+380 44 391 5577

На прошлой неделе стала доступной финансовая отчетность Северного горно-обогатительного комбината за 2009 г.: чистая выручка составила 6.1 млрд. грн. (-41% г/г), но маржи остаются высокими, по EBITDA 42% (44.6% в 2008 г.), по чистой прибыли 22% (снизилась на 13 п.п.). Несмотря на снижение продаж, прибыльность компании одна из лучших в металлургии - мы оцениваем EBITDA-маржу стальных компаний и ГОКов за 2009г. на уровне 10% и 30% соответственно. Наша целевая цена на 12 месяцев предполагает потенциал роста в 84%. Рекомендация - ПОКУПАТЬ.

Тикер

Bloomberg SGOK UK

Рыночная информация

Рыночная цена, грн.	5.7
Рын. кап., млн. грн.	13 130
52нед макс/мин, долл.	6.23/2.0
Количество акций, млн.	2,304.1
Акции в свободном обращении	0.55%
Фри-флоат, млн. грн.	72.0

Акционеры

Метинвест	99.45%
Другие	0.55%

Объем производства за 2009 г вырос на 9%

Несмотря на слабый спрос со стороны сталелитейщиков в прошлом году, Северный ГОК нарастил выпуск концентрата на 9% до 13.8 млн. тонн, окатышей на 0.2%. В 2010г. мы ожидаем рост продаж на 6-8%, учитывая, что только поставки компании в Китай (начались в ноябре 2009 г.) прибавляют 5-10% к годовым продажам.

Высокие маржи: по EBITDA 45%, по чистой прибыли 22% в 2009 г.

Продажи Северного ГОКа снизились на 41.0% до 6.1 млрд. грн. в 2009 г., в основном из-за снижения цен в 1-2кв. прошлого года. В то же время маржа по EBITDA сократилась только на 2.6 п.п. до 41.8%, рентабельность по чистой прибыли - на 12.3 п.п. до 20.3%. Финансовые результаты Северного ГОКа оказались существенно лучше, чем у других металлургических компаний: мы оцениваем, что в прошлом году средняя маржа по EBITDA стальных компаний и ГОКов в Украине составляла около 10% и 30%, соответственно.

млн. грн	2008	2009	2010E
Продажи	10.419	6.147	8.195
EBITDA	4.646	2.582	3.688
маржа, %	44.6%	42.0%	45.0%
Чистая прибыль	3.504	1.246	2.049
маржа, %	33.6%	20.3%	25.0%

Источник: Данные компании, Concorde Capital

Мы прогнозируем, в 2010г. продажи компании вырастут на 33% до 8.2 млрд. грн. на фоне ожидаемого 25%-го роста цен и 6%-го увеличения производства. Мы также ожидаем, что EBITDA-маржа вырастет на 3.0 п.п. до 45% и чистая маржа на 4.7 п.п. до 25%.

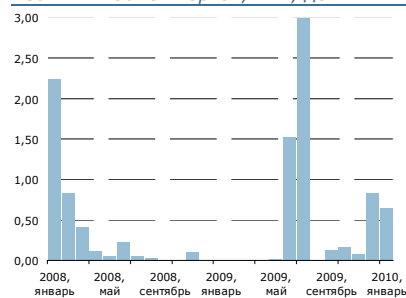
В 2010 г. ожидается выплата дивидендов в размере 1.5-2.0 млрд. грн.

Метинвест, основной акционер Северного ГОКа, традиционно несколько лет подряд принимает решение о выплате дивидендов Сев ГОКом; в прошлом году предприятие выплатило 1.13 млрд. грн. или 0.49 грн. на акцию. Мы ожидаем, что в этом году на собрании акционеров, которое назначено на 31 марта, будет принято решение о выплате 1.5-2.0 млрд. грн. в качестве дивидендов. Всего нераспределенная прибыль компании составляет 6.7 млрд. грн.

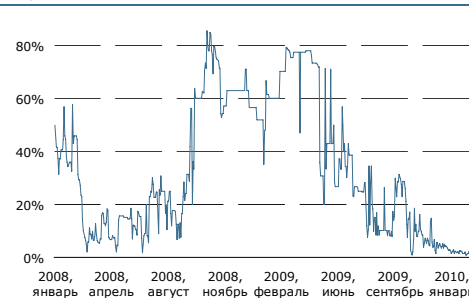
Объем торгов акцией увеличился в 15 раз, спред сократился до 1-3%

За последние 3 месяца ликвидность Сев. ГОКа значительно выросла: месячные объемы торгов выросли с 0.5 до 6 млн. грн.; спред сузился с 15% до 1-3%. После 10%-ой коррекции акции на прошлой неделе, мы видим высокую вероятность еще одного ралли на фоне обнародования хорошей отчетности компании за 2009г. и ожиданий выплаты дивидендов, решение по которым будут принимать акционеры 31 марта. Сравнительная оценка показывает потенциал роста в 90-130%, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ с целевой ценой 10.5 грн., потенциал роста 84%.

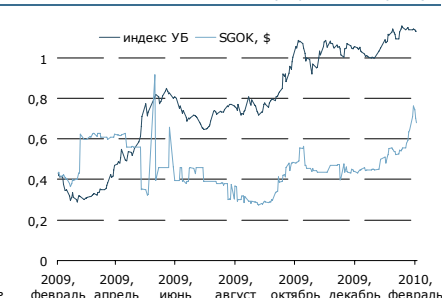
Месячный объем торгов, млн. дол.



Спрэды, %



Динамика акции и индекса УБ (переваленсиров.)



Источники: УБ, Bloomberg

Ключевые финансовые показатели и коэффициенты, млн. грн.

	Выручка	EBITDA-маржа	Чистая Маржа	EV/S	EV/EBITDA	P/E
2008	10,419	45%	34%	0.8	1.8	2.4
2009E	6,147	42%	20%	2.2	5.2	10.5
2010E	8,195	45%	25%	1.6	3.7	6.9

FLASH NOTE

FLASH NOTE

FLASH NOTE

Сравнительная Оценка

	Капитализация, млн. долл.	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010
SGOK	1,631.0	0.8	2.2	1.6	1.8	5.2	3.7	2,4	10,5	6,9
Международные сравнимые компании		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010
BHP Billiton Plc	210,024.8	4.3	4.4	3.6	9.9	9.9	7.2	24.0	19.1	13.7
Vale Do Rio Doce	154,406.4	4.7	6.2	5.0	8.7	14.9	10.5	12.7	25.1	18.4
Rio Tinto Plc	134,165.8	3.1	3.8	3.2	8.3	12.1	8.4	13.6	23.9	15.9
Xstrata Plc	57,698.2	2.5	3.2	2.4	7.3	10.5	6.5	12.7	23.6	12.0
Anglo American Plc	59,128.3	2.3	3.1	2.6	5.9	10.8	7.4	9.8	21.9	14.6
Vedanta Resources	12,093.6	2.0	2.1	1.4	8.5	7.2	4.1	38.6	22.1	9.7
Antofagasta Plc	16,622.5	3.9	5.5	3.6	6.6	9.8	5.6	16.9	25.0	14.6
Среднее		3.3	4.0	3.1	7.9	10.7	7.1	18.3	22.9	14.1
SGOK цена										
Цена по сравнимой оценке, дол./акция		2.92	1.31	1.34	3.15	1.47	1.37	4.04	1.63	1.46
грн./акция		23,5	10,5	10,8	25,4	11,8	11,1	32,5	13,1	11,7
<i>Потенциал роста/падения к междунар. аналогам, средн.</i>		312%	85%	90%	345%	107%	94%	470%	130%	106%

Конкорд Капитал, Центральный Офис

ул. Мечникова 2, 16 этаж
Бизнес Центр Парус
Киев 01601, Украина
Тел.: +380 44 391 5577
Факс: +380 44 391 5571

www.concorde.ua

Конкорд Капитал

Лесной проулок 4, 5 этаж
Капитал Плаза
Москва 125047, Россия
Тел.: +7 495 642 87 15
Факс: +7 495 225 85 00

office@concorde.com.ua

Генеральный Директор

Игорь Мазепа im@concorde.com.ua

Аналитический Отдел

Директор Д-та Продаж

Александр Шнир ash@concorde.com.ua

Стратегия

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Международные Продажи

Анастасия Назаренко an@concorde.com.ua
Марина Мартиросян mm@concorde.com.ua
Ростислав Шманенко rs@concorde.com.ua

**Металл и Горная
Промышленность**

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Внутренняя Торговля

Юрий Пилипенко up@concorde.com.ua
Алиса Тихомирова at@concorde.com.ua

**Коммунальные
Услуги/Энергетика**

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

Директор

Аналитического Отдела
Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Нефть и Газ

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Недвижимость/Строительство

Андрей Гостик, CFA ag@concorde.com.ua

Машиностроение

Егор Самусенко syg@concorde.com.ua

Банки

Никита Михайличенко mms@concorde.com.ua

Экономист

Никита Михайличенко mms@concorde.com.ua

Долговой Рынок

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Редактор

Бред Вэллс bw@concorde.com.ua

Disclaimer

НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ ПОДГОТОВЛЕН АНАЛИТИКОМ (АМИ), ЧЬЕ ИМЯ (ЧЬИ ИМЕНА) УКАЗАНО (Ы) НА ТИТУЛЬНОМ ЛИСТЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА С ЦЕЛЬЮ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ СПРАВОЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ О КОМПАНИИ ИЛИ КОМПАНИЯХ (СОБИРАТЕЛЬНО «КОМПАНИЯ») И ЦЕННЫХ БУМАГ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРЕДМЕТАМИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ВСЕ ПОЗИЦИИ, ИЗЛОЖЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ В ОТНОШЕНИИ КАКОЙ-ЛИБО ЦЕННОЙ БУМАГИ ИЛИ ЭМИТЕНТА, ТОЧНО ОТРАЖАЮТ ЛИЧНЫЕ ВЗГЛЯДЫ ЭТОГО АНАЛИТИКА КАСАТЕЛЬНО ЛЮБОГО АНАЛИЗИРУЕМОГО ЭМИТЕНТА/ЦЕННОЙ БУМАГИ.

ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ИЛИ МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ЯВЛЯЮТСЯ СУЖДЕНИЕМ НА МОМЕНТ ПУБЛИКАЦИИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИИ, И ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ И МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ОТРАЖАЮТ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ТОЧКУ ЗРЕНИЯ АНАЛИТИКА. ПРИ ВСЕЙ ОСТОРОЖНОСТИ, СОБЛЮДАЕМОЙ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ТОЧНОСТИ ИЗЛОЖЕННЫХ ФАКТОВ, СПРАВЕДЛИВОСТИ И КОРРЕКТНОСТИ ПРЕДСТАВЛЕННЫХ РЕКОМЕНДАЦИЙ И МНЕНИЙ, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ УСТАНОВИВАЛИ ПОДЛИННОСТЬ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА И, СООТВЕТСТВЕННО, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ НЕСУТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА СОДЕРЖАНИЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА, В СВЯЗИ С ЧЕМ ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, НЕ МОЖЕТ СЧИТАТЬСЯ ТОЧНОЙ, СПРАВЕДЛИВОЙ И ПОЛНОЙ.

НИ ОДНО ЛИЦО НЕ НЕСЕТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА КАКИЕ-ЛИБО ПОТЕРИ, ВОЗНИКШИЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ КАКОГО-ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА ИЛИ ЕГО СОДЕРЖАНИЯ, ЛИБО ВОЗНИКШИЕ В КАКОЙ-ЛИБО СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ОТЧЕТОМ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК И/ИЛИ СВЯЗАННЫЕ С НИМИ ЛИЦА МОГ ПРЕДПРИНЯТЬ ДЕЙСТВИЯ В СООТВЕТСТВИИ ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ИНФОРМАЦИЮ, СОДЕРЖАЩУЮСЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, А ТАКЖЕ РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЫ, НА ОСНОВАНИИ КОТОРЫХ СОСТАВЛЕН НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ, ДО ЕГО ПУБЛИКАЦИИ. ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ ЛЮБЫМ ЕГО ПОЛУЧАТЕЛЕМ ИЛИ ИНЫМ ЛИЦОМ В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ, ЕЕ АКТИВОВ ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ, ПРЕДУСМОТРЕННЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ УКРАИНЫ И ИНЫХ СТРАН СНГ В СФЕРЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО НИКАКАЯ ЧАСТЬ ПОЛУЧЕННОГО ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НЕ БЫЛА, НЕ ЯВЛЯЕТСЯ И НЕ БУДЕТ СВЯЗАНА ПРЯМО ИЛИ КОСВЕННО С ОПРЕДЕЛЕННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (ЯМИ) ИЛИ МНЕНИЕМ (ЯМИ), ПРЕДСТАВЛЕННЫМИ В ДАННОМ ОТЧЕТЕ. ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ АНАЛИТИКАМ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛУГ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВЫГОДЫ ИНВЕСТОРАМ, ЯВЛЯЮЩИМСЯ КЛИЕНТАМИ CONCORDE CAPITAL, А ТАКЖЕ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ («ФИРМА»). КАК И ВСЕ СОТРУДНИКИ ФИРМЫ, АНАЛИТИКИ ПОЛУЧАЮТ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ, КОТОРАЯ ВКЛЮЧАЕТ ВЫРУЧКУ ОТ ВЕДЕНИЯ ПРОЧИХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯМИ ФИРМЫ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК, АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ЛИБО ИНЫЕ ЛИЦА ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ ЧЛЕНАМИ ГРУППЫ АНДЕРРАЙТЕРОВ В ОТНОШЕНИИ ПРЕДЛАГАЕМЫХ К ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ИМЕЕТ ПРАВО В БУДУЩЕМ УЧАСТВОВАТЬ В ПУБЛИЧНОМ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ.