



## ГОРНОРУДНАЯ ОТРАСЛЬ УКРАИНЫ (СГОК, ІГОК, МГЗК, РГОК, РГЗК, СУБА)

Украинская горнорудная промышленность является серьезным игроком на мировой арене из мощных в мире. На территории страны располагается около **20% мировых запасов железной руды**. Отечественный горнорудный сектор насчитывает 26 предприятий, которые выпускают весь спектр железорудного сырья: руду, концентрат, окатыши и агломерат. По итогам 2007г. горнорудные предприятия нарастили производство железной руды на 6% - до 77,429 млн. тонн, железорудного концентрата – на 7%, до 60,969 млн. тонн, объемы производства подготовленного сырья возросли на 6% - до 72,117 млн.тонн, в том числе окатышей – на 7%, до 22,374 млн. тонн, агломерата – на 5%, до 49,743 млн.тонн. производство ЖРС в 1 квартале текущего года увеличилось на 5%, или на 12 484,0 тыс. тонн по сравнению с аналогичным периодом 2007г. и составило 26 485,4 тыс. тонн. Балансовые запасы Украины по залежам железной руды составляют более 30 млрд. тонн. Украина является **шестым** по величине производителем железорудного сырья (ЖРС) в мире и **восьмой** по объемам экспорта продукции ЖРС. Согласно статистике, богатство подземных закровов юго-востока Украины обеспечит бесперебойную работу местных производителей еще на 90-95 лет при ежегодном 2%-ом росте объемов добычи.

На Украине известно разведано 80 месторождений. Самым крупным является Криворожский железорудный бассейн, промышленные запасы которого составляют 16 млрд. тонн (70% всех запасов руды в Украине) и объем добычи более 80%. Тут есть богатые и бедные руды. Богатые руды можно без обогащения использовать в металлургии. Промышленные запасы богатых руд составляют более 43% всех разведанных запасов богатых руд Украины. Добыча их составляет более 40% всей добычи. Сегодня эксплуатируется более 90% запасов богатых руд и более 50% бедных. Содержание железа в богатых рудах в среднем составляет 57,6%. Однако, разработка богатых железных руд не обеспечивает потребности металлургии. Поэтому ведется разработка бедных руд – железистых кварцитов. Эти руды легко обогащаются. Процесс обогащения осуществляется на пяти горно-обогажительных комбинатах: Южном, Новокриворожском, Центральном, Северном и Ингулецком.

Кроме того, на Украине сосредоточено **более 30% мировых запасов марганцевых руд**. В стране есть два комбината, которые занимаются добычей сырья – Орджоникидзевский и Марганецкий ГОКи. Как сообщили в Украинской ассоциации производителей ферросплавов, производство марганцевого концентрата за I кв. 2008г. увеличилось на 24,81% - до 404,2 тыс. тонн. Из которых 162 тыс.тонн произвел Марганецкий комбинат, что на 3,02% больше, чем за аналогичный период 2007г.

**Таблица 1. Краткая характеристика основных железорудных предприятий Украины**

Компании	Товарная продукция	Запасы руды, млрд. тонн	Доля в производстве, %	Основные покупатели	Доля экспорта, %
<b>Железная Руда</b>					
«Ингулецкий ГОК»	Железорудный концентрат	<b>2,80</b>	22,7% концентрата	«Запорожсталь», «Алчевский металлургический комбинат», «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича»,	<b>6,15%</b>
«Северный ГОК»	Железорудный концентрат, окатыши	<b>1,97</b>	22% концентрата; 20% окатыши	«Макеевский металлургический комбинат», «Алчевский металлургический комбинат», «Азовсталь», «Запорожсталь», «Миттал Стил Кривой Рог», «Донецкий металлургический комбинат», «Днепропетровский металлургический комбинат им. Дзержинского», «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича», «Енакиевский металлургический комбинат», «Днепропетровский металлургический завод им. Петровского».	<b>59% концентрата; 11% окатышей</b>
«Полтавский ГОК»	Железорудный концентрат, окатыши	<b>2,43</b>	33% концентрата 46% окатышей	«Миттал Стил Кривой Рог», «Алчевский металлургический комбинат», «Запорожсталь»	<b>82,6% товарной продукции</b>
«Южный ГОК»	Железорудный концентрат, доменный агломерат	<b>1,12</b>	8,61% концентрата 40% агломерата	«Днепропетровский металлургический комбинат имени Петровского», «Макеевский металлургический завод», «Днепровский металлургический комбинат им. Дзержинского», «Азовсталь», «Енакиевский металлургический комбинат»	<b>16,03%</b>
«Центральный ГОК»	Железорудный концентрат, окатыши	<b>1,52</b>	10% концентрата 9% окатышей	«Миттал Стил Кривой Рог», «Азовсталь», «Днепропетровский металлургический комбинат им.Дзержинского», «Днепропетровский комбинат им. Петровского», Енакиевский металлургический завод»	<b>11,96%</b>
ГОК «Сухая Балка»	Железорудный концентрат	<b>1,17</b>	3,69% концентрата	«Мариупольский металлургический завод им. Ильича», «Азовсталь», «Енакиевский металлургический завод», «Арселор Митал Кривой Рог»	<b>36,78%</b>
<b>Марганцевая Руда</b>					
«Марганецкий ГОК»	Марганцевый концентрат	<b>2,51</b>	40% концентрата	«Запорожский», «Никопольский» и «Стахановский» ферросплавные заводы, а также «Краматорский металлургический завод» и завод «Азовсталь».	<b>10%</b>



В 2007 г. крупнейшими экспортерами руды в стране были «Полтавский ГОК» – 16,52 млн. тонн и «Северный ГОК» – 7,90 млн. тонн. С 2006 г. стали наращивать экспорт также Южный и ГОК «Сухая Балка», ранее ориентировавшиеся преимущественно на внутренний рынок. Основной производитель концентрата в Украине Ингулецкий ГОК традиционно работает на украинские предприятия. Однако в минувшем году Ингулецкий ГОК отгрузил около 676,5 тыс. тонн сырья в Чехию, Венгрию и Китай.

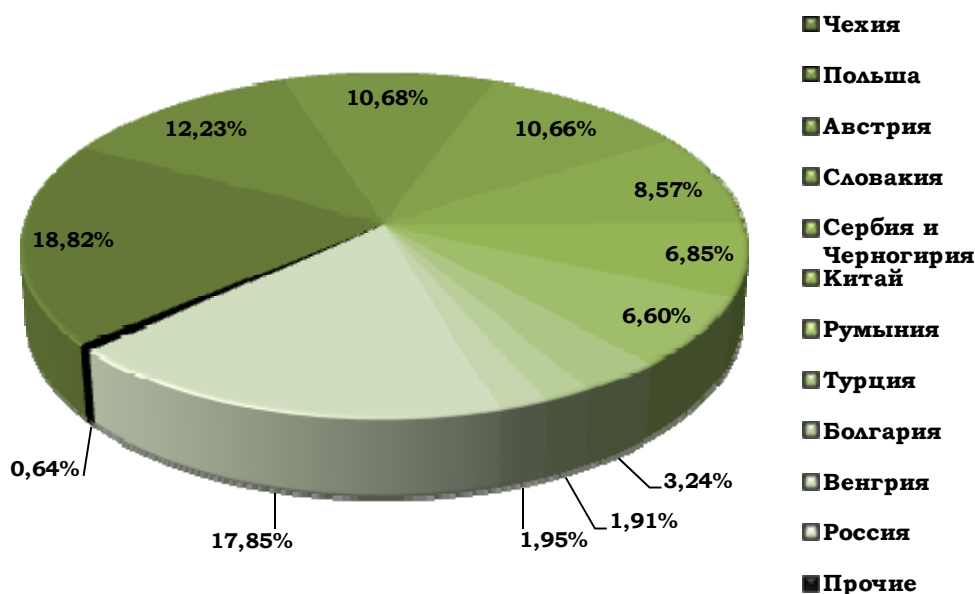
В настоящее время «Центральный ГОК» и «Северный ГОК» осуществляют экспорт ЖРС по годовым контрактам с фиксированной ценой, ведутся переговоры с потребителями сырья о заключении трех- и пятилетних контактов. Данная тенденция обусловлена высоким уровнем конкуренции на традиционных рынках сбыта. В то же время котировки на отечественное сырье уже практически сравнялись с мировыми. По данным ГП «Укрпромвнешэкспертиза» мировые цены на железную руду по долгосрочным контрактам выросли в 2008г. по сравнению с 2007г. на 65%. Первым про поднятие цен договорились третья самая крупная металлургическая компания в мире JFE Steel Holdings и бразильская горнорудная компания Vale. Другие мировые металлургические лидеры, в том числе и китайские, также согласились на повышение цены на указанную величину. Увеличение цены на ЖРС по долгосрочным контрактам было произведено с 1 апреля 2008г. сроком на 12 месяцев. Согласно расчетов новая цена на аглоруду Itabira (среднее содержание железа 64%) составляет 77,34 \$/тонна и Sagajas (содержание железа 66,7%) – 83,86 \$/тонна на условия FOB, порт Бразилии. Учитывая текущий уровень фрахтовых ставок (порт Бразилии – Роттердам = 40 \$/тонна), уровень цен на бразильскую железную руду для европейских потребителей составляет 125-130 \$/тонна.

Повышение цен на железную руду на мировых рынках привело к росту цен на украинское сырье. Основной производитель ЖРС в Украине, компания «Метинвест» использовала новую практику заключения договоров с неаффилированными потребителями. До недавнего времени цены на ЖРС для украинских потребителей пересматривались ежемесячно. Теперь соглашения составляются на три года с фиксированными объемами поставок и штрафными санкциями за невыполнение обязательств. На сегодняшний день «Метинвест» уже подписал долгосрочные контракты с «Запорожсталью», предприятиями входящими в группу «ИСД», «Мариупольским меткомбинатом им. Ильича» и «Миттал Кривой Рог».

Таблица 2. Мировые цены на ЖРС в 2008г.

Страна	Продукция	
	Железорудный концентрат	Окатыши
Европа	165-170 (Fe 67-69%)	-
Россия	140-145 (Fe 66-67%)	145-155 (Fe 65-66%)
Китай	123-124 (Fe 63-65%)	-
Украина	125-128 (Fe 63-65%)	140-145 (Fe 63-65%)

Диаграмма 1. География экспорта украинской железной руды, 2007г.



Согласно имеющейся информации, цены по новым соглашениям увеличились на 65% по отношению к ценам, действующим на начало 2008г. до следующих уровней: концентрат (Fe 63-65%) – 115-118 \$/тонна, агломерат (Fe 56-62%) – 63-75 \$/тонна, окатыши (Fe 63-65%) – 130-135 \$/тонна.

Синхронная реакция украинских железорудных компаний на изменение мировых цен подтверждает их намерение использовать в качестве ориентира глобальные тенденции. Последующие изменения внутренних цен, вероятно, также будут соответствовать изменениям на мировом рынке. Ожидается, что благоприятная мировая конъюнктура повысит рентабельность отечественных ГОКов и поспособствует масштабным инвестициям в расширение их производства.

**Главным поставщиком окатышей на внешние рынки** многие годы является «Полтавский ГОК», экспортирующий большую часть своей продукции (82,6%). Основные отгрузки полтавского сырья идут в Австрию (3,17 млн. тонн за 2007 г.), Чехию (930 тыс. тонн), Словакию (1 млн. тонн), Сербию и Черногорию (815 тыс. тонн), Румынию (430 тыс. тонн), Польшу (375 тыс. тонн), Болгарию (440 тыс. тонн). На поставку окатышей в Китай заключен годовой контракт по фиксированной цене объемом около 1,4 млн. тонн. Суммарный украинский экспорт рудного сырья в Китай составил 1,73 млн. тонн, что на 0,77% больше показателя предыдущего года. Однако **наращивать поставки в этом направлении достаточно сложно**. Во-первых, рынок является высококонкурентным, здесь присутствуют все крупнейшие экспортеры. Во-вторых, украинским предприятиям необходимо решать ряд сложных вопросов логистики. В-третьих, китайские металлурги предпочитают импортировать неагломерированное сырье, из которого сами делают агломерат. Для отечественных же ГОКов поставлять руду хлопотно и не очень выгодно, они предпочитают экспорт окатышей.

Для экспорта концентрата требуются крупнотоннажные суда и соответствующая портовая инфраструктура, а пока эти вопросы не решены, украинский экспорт в Китай ориентирован только на потребителей окатышей. Собственно, неподготовленность для экспорта морским путем сдерживает рост экспорта рудного сырья из Украины не только в Китай, но и, к примеру, в Турцию. В этом смысле наши импортеры очень проигрывают в перспективах своим мировым конкурентам, которые сумели выстроить логистические схемы для экспорта на все ключевые рынки сбыта ЖРС.



Самым крупным производителем железорудного концентрата выступает «Ингулецкий ГОК», который имеет наибольший объем мощностей. Лидером в отрасли по объемам производства товарной продукции является «Северный ГОК», который помимо концентрата, производит и окатыши, 11% которых отправляются на экспорт, преимущественно в Россию. На протяжении последних пяти лет более трети украинского рынка ЖРС удерживает «Полтавский ГОК», который в 2007г. поставил на отечественные предприятия более 3,53 млн.тонн товарной продукции. Наименьшую долю в совокупном объеме производства имеет ГОК «Сухая Балка» - около 4%. Это прежде всего связано с объемом производственных мощностей.

Таблица 3. Мощности украинских ГОКов

Компания	Концентрат млн.тонн	Окатыши млн.тонн	Агломерат млн.тонн	Суммарные мощности, млн. тонн.
«Ингулецкий ГОК»	14	-	-	14
«Северный ГОК»	13,5	11	-	23,5
«Полтавский ГОК»	10	12	-	22
«Южный ГОК»	9	-	5	14
«Центральный ГОК»	6,4	4,5	-	10,9
ГОК «Сухая Балка»	3,2	-	-	3,2
«Марганецкий ГОК»	1	-	-	1
<b>По группе в целом</b>	<b>57,1</b>	<b>27,5</b>	<b>5</b>	<b>89,6</b>

Таблица 4. Мировые лидеры в производстве ЖРС

Компания (холдинг)	Страна	Мощность, млн.тонн
Vale	Бразилия	299,3
Rio Tinto	Великобритания	173,0
BHP Billiton	Австралия	144,1
Anshan I&S Works	Китай	36,8
Anglo-American	ЮАР	32,4
LKAB	Швеция	28,9
Cleveland -Cliffs	США	26,9
<b>Мир в целом</b>		<b>1 403,7</b>

Однако, при сравнении с мировыми лидерами производственные возможности Украины резко отстают, что снижает конкурентные преимущества отечественной продукции. С другой стороны, качественные характеристики продукции украинских комбинатов достаточно высокие, обеспеченные не только применяемыми технологиями обогащения, позволяющим производить концентрат и окатыши с высоким содержанием железа, а и богатыми недрами Украины. Так, наилучшее качество продукции у «Полтавского ГОКа», что обеспечивает применяемая на предприятии единственная в Украине и странах СНГ технология и оборудование по американской системе «решетка – трубчатая печь – кольцевой охладитель». Данная технология позволяет производить на фабрике окомкования «Полтавского ГОКа» железорудные окатыши с высокими металлургическими свойствами: особо прочные, с высоким содержанием железа (Fe 68% ) и практически не разрушаемые при транспортировке на дальние расстояния.

Гистограмма 1. Динамика объема производства продукции ЖРС в Украине с 2003-2008гг., млн.тонн

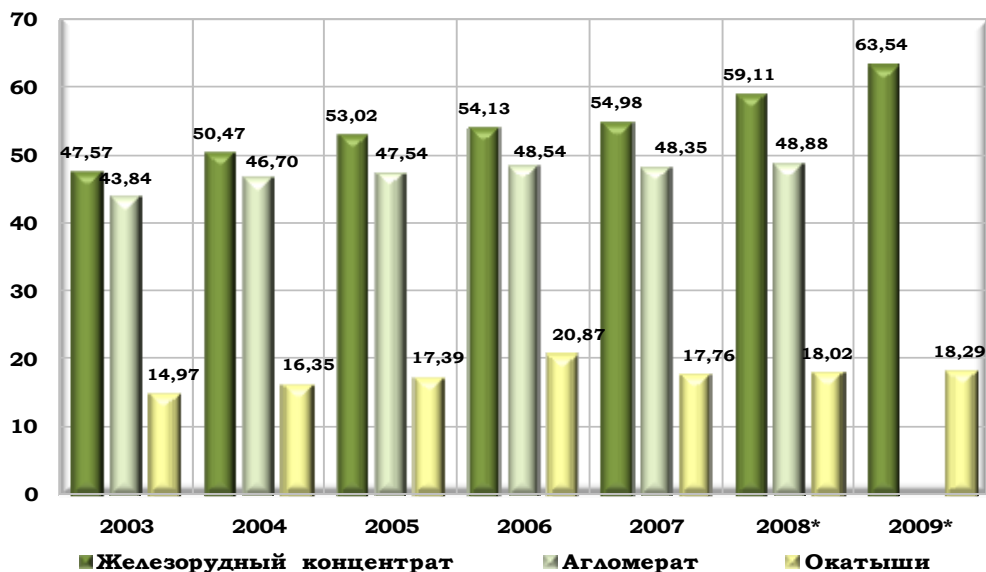
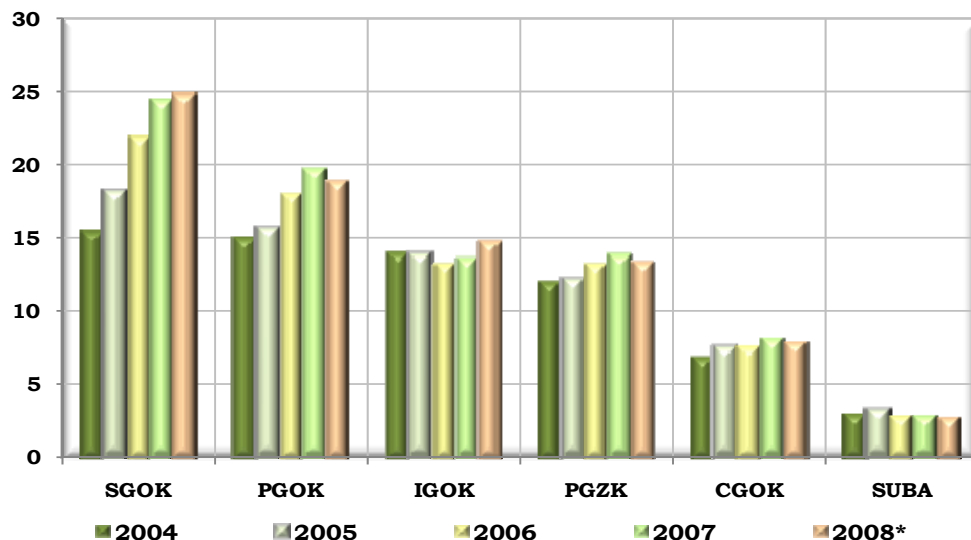


Таблица 5. Качественные характеристики выпускаемой продукции на украинских горно-обогатительных комбинатах в 2007г.

Компания	Руда и концентрат			Окатыши и агломерат		
	млн.тонн	% Fe	Fe, млн.тонн	млн.тонн	% Fe	Fe, млн.тонн
<b>Железная Руда</b>						
«Ингулецкий ГОК»	10,593	67,87%	7,19	-	-	-
«Северный ГОК»	13,396	35,6%	4,77	11,066	31,6%	3,50
«Полтавский ГОК»	10,652	68%	3,40	9,072	24%	2,17
«Южный ГОК»	8,769	67,5%	2,92	5,130	68%	1,70
«Центральный ГОК»	5,939	66,3%	3,94	2,239	59,9%	1,34
ГОК «Сухая Балка»	2,854	59%	1,68	-	-	-
<b>Марганцевая Руда</b>						
«Марганецкий ГОК»	0,90	34%	0,30	-	-	-

Согласно планов в 2008г. практически все железорудные комбинаты, кроме Южного и Полтавского ГОКов намерены увеличить объемы готовой продукции. Причиной занижения производственных планов в текущем году для вышеуказанных комбинатов выступает уменьшение объемов добычи из-за разработки новых месторождений (для Полтавского ГОКа) и снижение спроса (для Южного ГОКа).

**Основные фонды предприятий отрасли** находятся в хорошем функциональном состоянии, износ минимален. Предприятия активно проводят политику по модернизации, реконструкции и ремонту существующих механизмов.

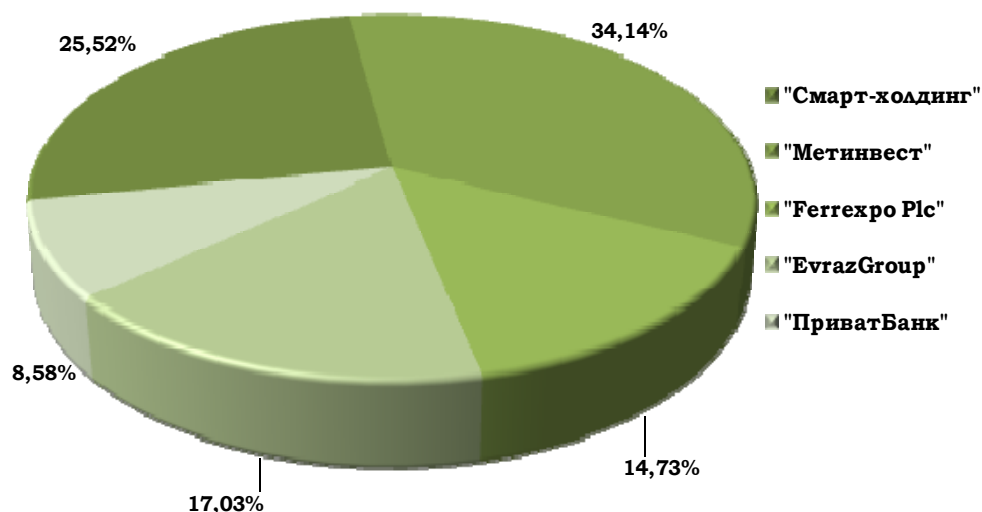
**Гистограмма 2. Динамика объема производства предприятий, млн. тонн**

Наилучшая производственная динамика отмечена у «Полтавского ГОКа» и «Южного ГОКа» в 2007г. комбинаты сработали на полную мощность по позициям окатыши и агломерат соответственно. Причиной роста производства и связанной с этим 100%-ой загрузкой мощностей выступает рост спроса на продукцию и улучшение партнерских отношений с потребителями. Однако, следует заметить, что вышеуказанные предприятия в текущем году несколько сбавили обороты и по итогам 5 месяцев «Полтавский ГОК» увеличил производство железорудного концентрата всего на 0,7%, или на 25,0 тыс. тонн до 3 574,0 тыс. тонн. «Южный ГОК» сократил производство агломерата на 2,6%, или на 45,0 тыс. тонн до 1 690,0 тыс. тонн. Данная тенденция была связана с нерешенным вопросом складирования отходов, проблема эта возникла в начале года и не решалась на протяжении трех месяцев, причем, как заявлял председатель правления комбината, нерешенный вопрос аренды земли под новое хвостохранилище грозило полной остановкой производства.

Все без исключения предприятия отрасли разработали детальную программу реконструкции и модернизации основных мощностей. Наибольший объем инвестиций планирует осуществить «Северный ГОК», причем для реализации намеченных целей комбинатом будут использоваться исключительно собственные средства, а именно, 71,69% от суммы нераспределенной прибыли.

Наиболее дальновидным по позициям развития производства выступает «Полтавский ГОК», предприятием разработана стратегия развития сроком на 10 лет, предусматривающая четырехкратное увеличение производства. Финансовыми вопросами реализации запланированной стратегии занимается стратегический инвестор, компания «Fergexro Plc».

Программа модернизации, разработанная «Ингулецким ГОКом» до 2010г. направлена на снижение энергоемкости производства на 10-12%, что существенно снизит себестоимость производимой продукции комбината.

**Диаграмма 2. Концентрация активов горнорудной отрасли между крупным финансово-промышленными группами в 2007г.****Таблица 6. Информация о ценных бумагах и принадлежности к хозяйственным обществам эмитентов горнорудной отрасли**

Тикер	Уставный фонд	Количество акций	Номинал	Владельцы
<b>Железная Руда</b>				
IGOK	687 906 400,00	2 751 625 600	0,25	98,76% - «Смарт-холдинг»
SGOK	576 019 000,00	2 304 075 800	0,25	99,45% - «Метинвест»
PGOK	1 149 384 000,00	115 400 000	9,96	85,849% - «Fergexro Plc»
PGZK	535 915 000,00	2 143 659 200	0,25	49,99% - «Смарт-холдинг»
CGOK	292 952 750,00	1 171 811 000	0,25	49,99% - «EvrazGroup»
SUBA	41 869 000,00	46 944 765	0,05	99,48% - «Метинвест»
<b>Марганцевая Руда</b>				
MGZK	366 625 500,00	1 466 502 000	0,25	99,25% - «EvrazGroup»

\*- 21.03.2008г. было озвучено решение внеочередного собрания об увеличении уставного фонда ОАО «Ингулецкий ГОК» на 0,3% или на 2 млн.грн, - до 689 906,4 тыс. грн путем дополнительной эмиссии акций. В рамках доэмиссии предполагается провести закрытое размещение 8 млн. акций в документарной форме номиналом 0,25 грн. Пресс-служба «Метинвеста» ранее поясняла, что «в рамках завершения очередного этапа реструктуризации горно-металлургического бизнеса «Систем Кэпитал Менеджмент» на предприятиях группы «Метинвест» проходит незначительное увеличение уставных капиталов предприятий: изменения уставных капиталов предприятий проходят в контексте увеличения количественного состава предприятий группы вследствие недавних транзакций».



На сегодняшний день все предприятия горнорудного сектора Украины находятся под контролем крупных холдингов. Наибольшая доля горнорудных активов находится в собственности компании «Метинвест» - около 34,15%. Которая является региональным лидером горно-металлургического комплекса и одним из ведущих игроков в мировой металлургической отрасли. Предприятия Группы производят 10,8 млн. тонн стали, более 11 млн. тонн металлопроката, свыше 5 млн. тонн кокса и более 40 млн. тонн железорудного сырья, не только полностью обеспечивая собственные потребности, но и являясь ключевым поставщиком для сталеплавильных компаний Украины и стран Европы.

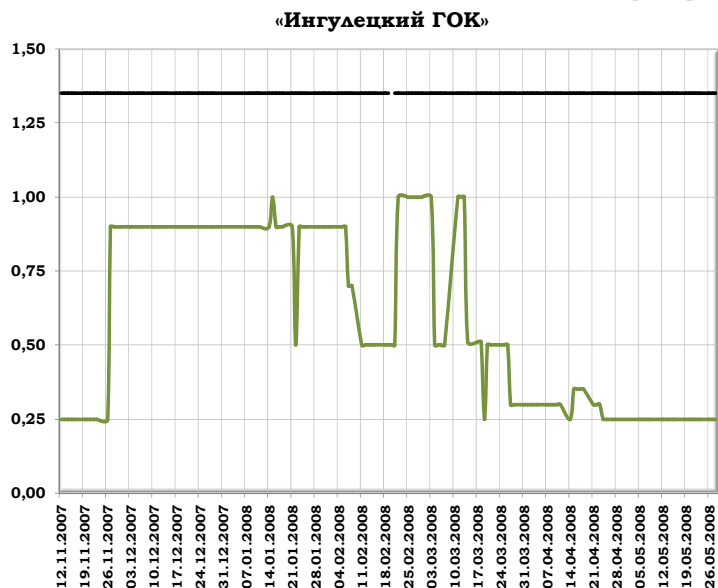
Группа Evgaz, концентрирующая более 17% активов горнорудной отрасли Украины является одной из крупнейших вертикально интегрированных металлургических и горнодобывающих компаний, включает в себя предприятия в России, США, Италии, Чехии и ЮАР. Около 73% акций Evgaz Group владеет компания Lanebrook. Ее бенефициарами являются инвесткомпания Millhouse, управляющая активами Романа Абрамовича и его партнеров (50%), а также Александр Абрамов и Александр Фролов (вместе - 50%). В конце 2007 г. Evgaz Group сообщила о покупке у группы «Приват» горно-обогатительного комбината «Сухая Балка» (99,25% акций), «Днепропетровского металлургического завода им. Петровского» (95,57%), а также коксохимических заводов «Баглейкокс» (93,74%), «Днепрпрококс» (98,65%) и «Днепродзержинского КХЗ» (93,83%). В настоящее время уже завершена сделка по покупке шести активов группы «Приват» крупнейшим акционером Evgaz Group – компанией Lanebrook, передачу этих активов Evgaz Group планируется завершить в первом полугодии текущего года.

В рамках группы «Приват», где доминируют сырьевые активы, в ближайшее время мы вряд ли увидим создание классического металлохолдинга, построенного по принципу «кокс-руда-металл». А вот ферросплавная корпорация, при определенном развитии событий, может быть создана уже до конца года на основе того, что группа «Приват» является стратегическим инвестором трех крупных ферросплавных заводов Украины, которые производят около 80% все ферросплавной продукции.

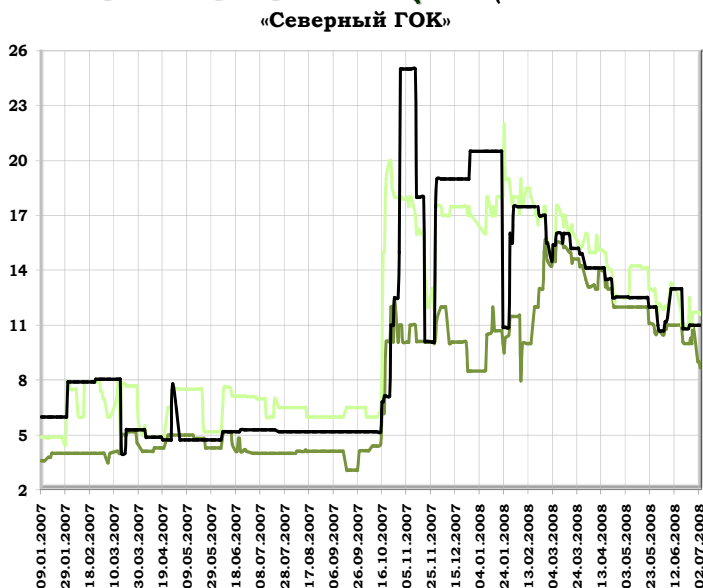
Горнорудная компания «Феггехро Рс» базовым активом которой является «Полтавский ГОК» выступает основным производителем и экспортером железорудных окатышей. Штаб квартира компании находится в Швейцарии, однако основная деятельность сконцентрирована на Украине. Феггехро с июня 2007 г. котируется на Лондонской фондовой бирже. В последнее время курс ее акций сильно снизился: если в середине июня он составлял около GBP4,25 за акцию, то теперь – около GBP3,08 за акцию. В то же время цена размещения в июне прошлого года была существенно ниже – GBP1,4, что соответствовало капитализации \$1,671 млрд. Крупнейшим акционером с 73,1% является входящий в совет директоров украинский бизнесмен Константин Жеваго.

Концентрация горнорудных активов в рамках крупных холдингов предусматривает наличие существенного потенциала роста компаний на основе развития деятельности внутри вертикально-интегрированных структур.

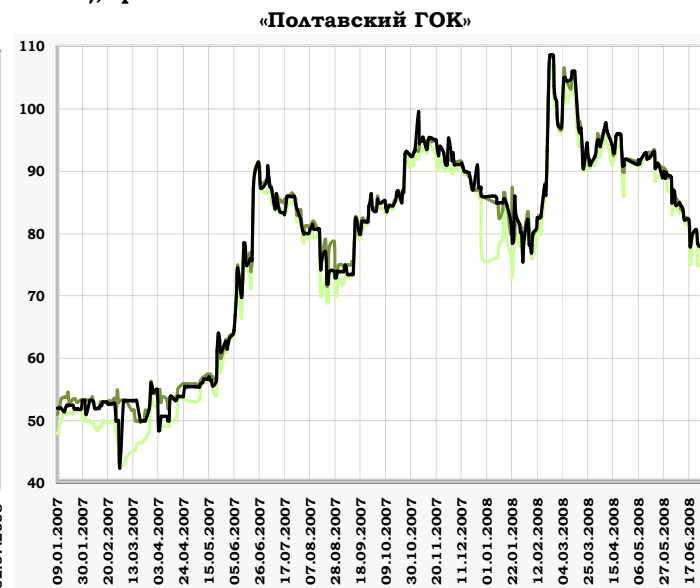
## ИСТОРИЯ КОТИРОВОК АКЦИЙ (с 09.01.2007- 02.07.2008), грн.



— лучшая цена покупки, грн.



— лучшая цена продажи, грн.



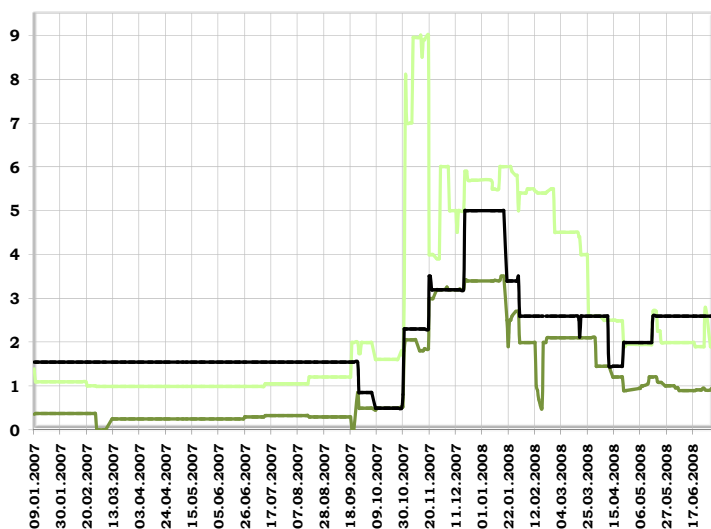
— последняя сделка, грн.



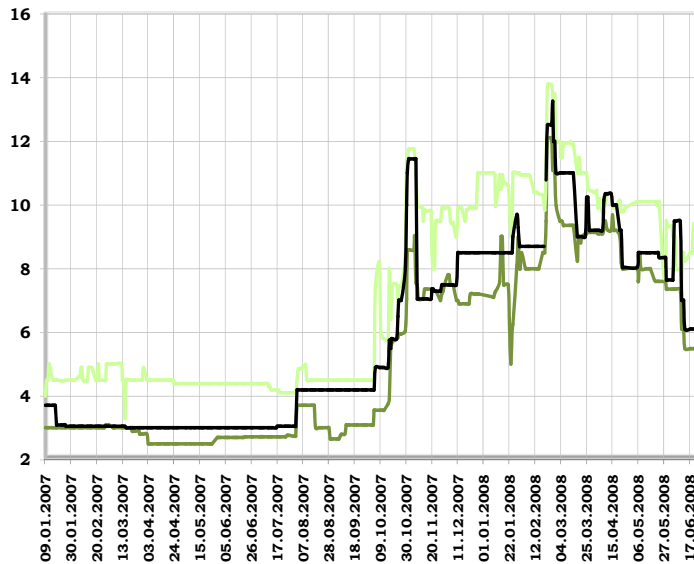
«Южный ГОК»



«Марганецкий ГОК»



«Центральный ГОК»



ГОК «Сухая Балка»

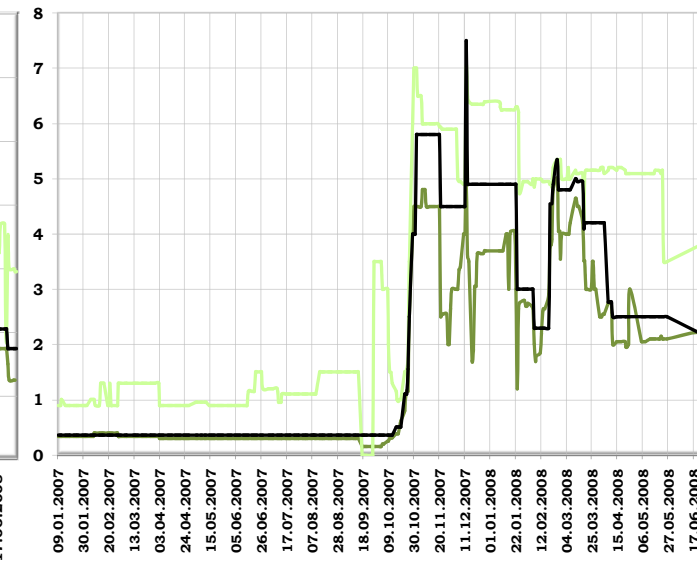


Таблица 7. Обзорная информация об акциях исследуемых эмитентов.

Тикер	Уровень листинга	Дата внесения в список ПФТС	Изменение цены с 09.01.2008г.	Количество сделок за 2008г. (2007г.), шт.	Соотношение спрос/предложение (на 02.07.2008г.)	Free-float (www.dragon-capital.com)
<b>Железная Руда</b>						
IGOK	0	06.02.2004	const	0	-	1,20%
SGOK	0	12.12.2005	+37,68%	58 (39)	2,11	0,50%
PGOK	2	28.11.2003	-21,24%	921 (1 128)	1,14	5,00%
PGZK	0	03.10.2005	+20,29%	298 (888)	2,23	1,00%
CGOK	0	19.02.1998	-38,89%	48 (36)	1,09	0,50%
SUBA	0	19.05.2006	-16,67%	22 (18)	1,74	0,50%
<b>Марганцевая Руда</b>						
MGZK	0	11.10.2005	-25,71%	17(10)	1,02	3,72%

На бирже ПФТС представлены акции преимущественно всех производителей железорудного сырья, при этом самыми торгуемыми и популярными среди инвесторов считаются акции Южного и Полтавского ГОКов, остальные бумаги железорудных компаний практически неликвидны - слишком мало акций находится в свободном обращении. Free-float Центрального, Северного ГОКов, Сухой Балки - 0,5%.

Акции Южного ГОКа - инвестиционное открытие 2007-го: за прошлый год бумаги подорожали в 14 раз. Такому бурному росту способствовали несколько факторов: подорожание ЖРС на мировых рынках, отмена допэмиссии на предприятии и продажа пакета акций компании российскому метхолдингу «Евгаз» в конце 2007-го.

Смену одного из собственников на ЮГОКе аналитики оценивают позитивно: Евгаз - крупнейшая в России металлургическая компания, акции которой котируются на западных фондовых биржах, однако **от инвестирования в бумаги ЮГОКа следует воздержаться**, так как после продажи компании Евгаз доля акций комбината в свободном обращении снизилась с 4% до 1%, и вряд ли новые акционеры решат увеличить free-float до прежних показателей.



Рост акций ПГОКа в первом квартале 2008-го вызван двумя причинами. В начале года генеральный директор «Феггехро» Майк Оппенгермер заявил, что в соответствии с мировыми тенденциями ценообразования Полтавский ГОК собирается поднять цены на свою продукцию. Кроме того, «Феггехро» намерена увеличить производство окатышей в 4 раза - до 32 млн тонн в год, для чего привлечет \$4 млрд акционерного или кредитного капитала. Информация была озвучена 20 февраля. За два дня стоимость акций ПГОКа выросла на 21%. Рост был спекулятивным, подавляющая часть сделок заключалась между мелкими участниками рынка. Через пару дней цены снизились на 10% и на сегодняшний день изменение средней стоимости акций ПГОКа составляет - 21,24%. Основной причиной данной тенденции выступает намерение, компании «Феггехро» найти инвестора и создать совместное предприятие, которое будет разрабатывать новый карьер в Полтавской области (Балановское месторождение). Судя по высказываниям Оппенгеймера, **ПГОК** собирается продать лицензию на добычу сырья на Белановском месторождении. Покупателем станет компания, учредителем которой будут Феггехро и сторонние инвесторы: «Мы считаем, что создание горнорудной компании без участия ПГОКа **негативно повлияет на стоимость акций предприятия и в дальнейшем**». Кроме того, на динамику котировок ПГОКа отрицательно влияют манипуляции Константина Жеваго с акциями Феггехро: в январе 2008-го он заложил принадлежащие ему 73,1% акций Феггехро в Deutsche Bank, а спустя несколько месяцев - перезаложил их в JPMorgan Chase Bank. Каждый раз с появлением этих новостей котировки Феггехро и ПГОКа проседали на 3-4%. Манипуляции с акциями объясняются по-разному: группа Константина Жеваго пытается привлечь капитал на реализацию новых проектов (например, увеличение объемов производства окатышей в 4 раза) либо готовится к перепродаже Полтавского ГОКа. Впрочем, реализация последнего сценария маловероятна, поскольку если Жеваго решится продать ПГОК, то потеряет доверие инвесторов.

В целом на динамику котировок украинских горнорудных компаний оказывает влияние изменение цен на руду на мировых площадках, однако не столь существенно, как оценивалось инвесторами, скупая бумаги отечественных рудных компаний, не учитывался низкий уровень прозрачности и ликвидности акций. В результате, в феврале-марте текущего года акции многих ГОКов были переоценены и на сегодняшний день переживают период коррекции.

За основу роста котировок, изменение мировых цен на ЖРС принимать не стоит. По прогнозам западных аналитиков, мировой дефицит железорудного сырья исчезнет только к 2010 году: в ближайшие два года компании большой тройки (Vale, Rio Tinto и BHP Billiton) собираются ввести в строй дополнительные производственные мощности. Впрочем, дефицит сырья может уменьшиться и раньше - вследствие глобального замедления темпов роста металлургического сектора. Возможные причины застоя - перегрев китайской экономики и рецессия в США.

## ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

Таблица 8. Показатели характеристики финансового положения эмитентов в 2007г.

ПОКАЗАТЕЛИ	IGOK	SGOK	PGOK	PGZK	CGOK	SUBA	MGZK
Выручка от реализации, тыс. грн.	2 488 137,00	2 699 938,00	2 850 692,00	2 897 400,00	3 025 594,00	1 050 024,80	1 063 572,50
Чистая прибыль, тыс. грн.	187 588,00	1 838 090,00	366 574,00	221 701,00	586 149,00	74 775,30	-3 281,50
Фин. независимость	0,72	0,59	0,63	0,49	0,57	0,48	0,88
Абсолютная ликвидность	1,70	1,60	1,54	1,08	0,85	1,59	4,33
Рентабельность капитала	0,08	0,59	0,11	0,18	0,48	0,54	-0,01
Рентабельность активов	0,11	0,55	0,22	0,15	0,52	1,23	-0,01
Термин оборачиваемости дебиторской задолженности, дней	68	53	28	118	37	33	86
Термин оборачиваемости кредиторской задолженности, дней	196	78	48	219	97	161	51
Термин оборачиваемости запасов, дней	111	36	100	300	55	41	55

- лучшее значение в отрасли; **Ниже установленной нормы**  
 - худшее значение в отрасли; **В рамках средних значений**  
**Выше нормы**

Наибольший объем чистой прибыли за прошедший год получил «Северный ГОК» ввиду того, что предприятие имеет наибольшие мощности и лидирует по позициям производства продукции, темп прироста финансового результата по сравнению с 2006г. составил 233,15%. Лидером в отрасли по темпам прироста чистой прибыли в 2007г. стал «Южный ГОК», который в рамках проведения политики санации, увеличил сумму чистого финансового результата в 39,84 раза и от убытка пришел к прибыли.

Следует заметить, что 29.01.2008г. Хозяйственный суд Днепропетровской области принял решение о возобновлении процедуры банкротства ОАО «Южный ГОК», которая была прекращена в начале 2007г. на основании подписания мирового соглашения между комбинатом и его кредиторами. На тот момент предприятию простили 10% утвержденной судом задолженности, общая сумма которой составляла около 450 млн.грн. Остальную часть долга ЮГОК обязался погасить в течение 6 лет с отсрочкой первого платежа на 2 года. Формально мировое соглашение позволяло предприятию не платить по счетам до конца 2008г. Но смена собственников ЮГОКа, по-видимому, заставила кредиторов, основную часть которых составляют компании, близкие к «Привату», пересмотреть свои требования. Поэтому, «Южный ГОК» на сегодняшний день является ненадежным заемщиком с довольно высоким риском потери платежеспособности.



Лидером по уровню финансовой устойчивости с наименьшей вероятностью банкротства является «Полтавский ГОК. Самым крупным задолжником в отрасли является «Сухая Балка», общая сумма обязательств в структуре источников предприятия составляет около 52%. Данное обстоятельство снижает уровень финансового благополучия предприятия по параметрам устойчивости, однако, с другой стороны свидетельствует о доверии со стороны заемщиков.

Абсолютная ликвидность отрасли находится на высоком уровне, что говорит о наличии возможностей бесперебойного расчета по предъявленным краткосрочным требованиям со стороны кредиторов. В динамике периодов показатель абсолютной ликвидности у большинства исследуемых предприятий увеличился причинами выступали как рост возможностей погашения обязательств на основе качественного увеличения финансового результата, так и рост эффективности политики финансирования направленной на уравнивание кредиторской и дебиторской задолженностей.

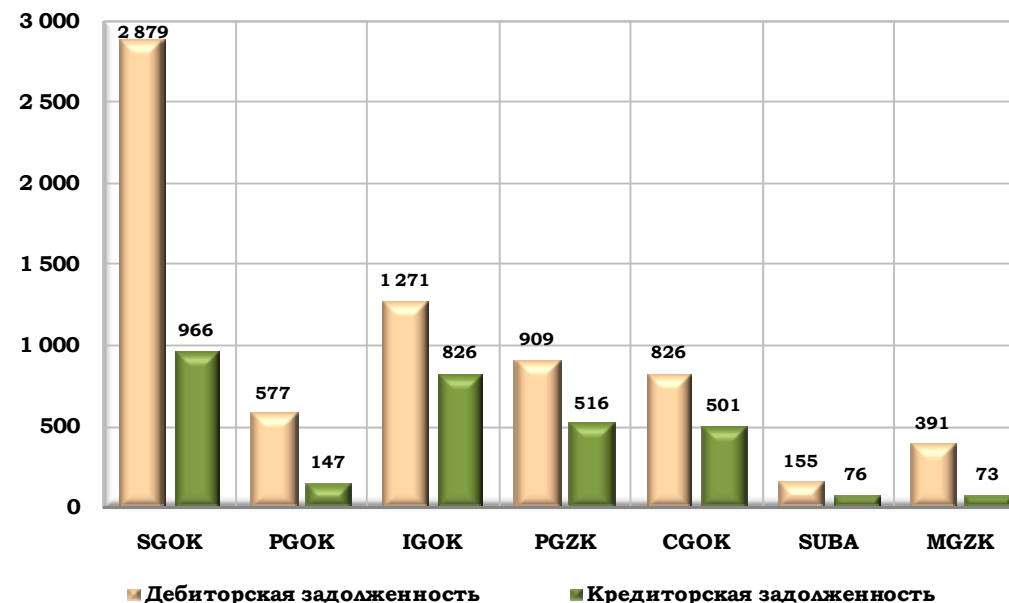
Рентабельность, как относительный показатель прибыльности компаний, находится на высоком уровне по итогам 2007г. Наиболее рентабельными активами по итогам 2007г. обладают «Сухая Балка» и «Северный ГОК», это говорит о полноценном использовании производственного потенциала предприятиями. Обратная характеристика присуща Марганецкому комбинату, который показывает убыточность деятельности и абсолютную нерентабельность производственных мощностей. Однако, следует заметить, что и этот эмитент стабилизирует свои позиции путем сокращения убытков предыдущих периодов.

Согласно прогнозам деятельности и планам на текущий год финансовое состояние горнорудного сектора Украины улучшится за счет качественного улучшения производственных возможностей комбинатов. Кроме того, благоприятная ценовая конъюнктура на мировых рынках, обусловленная дефицитом сырья продлится еще 3-5 лет, до тех пор, пока компании большой тройки (Vale, Rio Tinto, BHP Billiton) не введут в строй дополнительные производственные мощности.

Впрочем, дефицит может сократиться и раньше – вследствие глобального замедления темпов роста металлургического сектора. Возможные причины застоя – перегрев китайской экономики и рецессия в США.

В целом, финансовое состояние отрасли характеризуется как позитивное. Наиболее привлекательными предприятиями с точки зрения финансовой динамики можно назвать «Полтавский» и «Северный» комбинаты.

**Гистограмма 3. Сравнительная характеристика динамики изменения кредиторской и дебиторской задолженностей, млн.грн.**



**Таблица 9. Показатели фундаментального анализа эмитентов за 2007г.**

Компания	Номинал	Балансовая стоимость, грн.	Цена, грн. (на 02.04.08)	Капитализация, млн.грн.	EPS, грн.	P/E	EV/S	ЕБИТДА, млн.грн.	Коеф. Альфа	Коеф. Шарпа
IGOK	0,25	0,80	1,31	343,95	0,07	9,37	13,82	552,57	0,01	1,34
SGOK	0,25	1,34	10,57	23 847,18	0,80	18,43	3,45	1 217,11	-0,16	-2,39
PGOK	9,96	14,69	70,05	8 028,95	3,17	28,27	6,51	803,09	-0,04	5,43
PGZK	0,25	0,54	8,52	18 167,51	0,12	62,50	0,23	468,66	0,19	42,28
CGOK	0,25	1,03	5,97	7 271,09	0,50	19,21	3,46	1 138,98	0,28	-0,21
SUBA	0,05	0,57	2,55	2 302,81	0,09	43,69	64,59	116,33	0,33	-1,04
Среднеотраслевое значение по железорудному сектору						<b>34,11</b>	<b>5,29</b>	<b>879,34</b>		
MGZK	0,25	0,48	1,82	2 089,76	-	-	19,64	41,37	0,13	-3,29
Среднеотраслевое значение по марганцевому сектору						-	<b>20,26</b>	<b>34,32</b>		

Единственное предприятие в отрасли, торгующееся близко к балансовой стоимости - это Ингулецкий ГОК. Согласно среднеотраслевым значениям является недооцененным и неликвидным. Торги по бумаге ведутся неактивно, сделки проводятся не более чем раз в месяц, не смотря на то, что финансовое состояние эмитента оценивается выше среднего.



Наибольшая цена акций по отношению к номиналу у Северного ГОКа, кроме того, комбинат является лидером по объему капитализируемой прибыли, по сравнению с предприятиями-аналогами. При сравнении со среднеотраслевыми значениями, компания недооценена, однако риск инвестирования достаточно велик, предположительно связан с глобальными негативными тенденциями на рынке Украины и мировом пространстве. Наименее рисковыми вложениями в отрасли являются инвестиции в Южный и Полтавский ГОКи ввиду того, что данные активы наиболее ликвидны, торги осуществляются регулярно, их акции пользуются большим спросом нежели другие комбинаты отрасли.

С позиции характеристики качества дивидендной политики предприятия отрасли смотрятся положительно, за исключением Северного ГОКа, который аккумулирует прибыль с целью инвестиций в модернизацию и Марганецкого ГОКа, который ввиду убыточности вовсе не имеет возможности выплачивать дивиденды. Лидером по уровню доходов для стратегического инвестора в отрасли является «Полтавский ГОК», что, прежде всего связано с эффективностью управленческого потенциала предприятия наряду с наименьшим соотношением выручки и уровня прибыли. Однако, наиболее эффективной производственной и управленческой деятельностью обладает «Северный ГОК», показатель EBITDA комбината за последний год (2007г.) вырос в 2,6 раза. По прогнозам на 2008г. показатель прибыли возрастет на 35%, при этом EBITDA увеличится на соответствующую величину при прочих постоянных условиях.

Самый низкий показатель P/E у Ингулецкого ГОКа, что подтверждает отставания рыночной оценки от фактической производственной динамики предприятия и подразумевает наличие потенциала дальнейшего роста при сохранении и улучшении показателей развития. Помимо этого, Северный, Центральный и Полтавский комбинаты торгуются с дисконтом соответственно 18, 28 и 19% при наличии потенциала роста. Однако, при покупке акций украинских компаний необходимо помнить о высоких рисках данных бумаг: низкая ликвидность, неопределенность политики нынешнего правительства, информационная закрытость предприятий ограничивают круг игроков на украинском рынке. Тем не менее, для инвесторов в долгосрочной перспективе мы считаем данные акции привлекательными.

**Таблица 10. Показатели сравнительной оценки отрасли за 2007г.**

Компания	P/E	P/S	EV/S	EV/EBITDA
<b>Украинские ГОКи</b>	<b>34,11</b>	<b>5,04</b>	<b>5,29</b>	<b>29,97</b>
<b>Российские аналоги</b>	18,47	2,01	2,07	3,84
<b>Мировые лидеры</b>	16,81	4,70	5,07	12,6
<b>Зарубежные аналоги</b>	17,70	3,72	4,03	8,24

Результаты сравнения украинских компаний по операционным мультипликаторам свидетельствуют о существенной переоценке производственных возможностей отечественных ГОКов. Анализ основных эмитентов сектора показал, что, несмотря на хорошие перспективы, они не представляют интереса для портфельных инвесторов. Головокружительный взлет котировок в 2007г., практически не оставил акциям ГОКов возможностей для роста, однако ввиду глубокой коррекции к ним снова может возрасти интерес.

**Таблица 11. Целевые цены акций украинских ГОКов и наши рекомендации**

Компания	Текущая цена, грн.	Целевая цена, грн.	Потенциал роста, %	Рекомендация
«Ингулецкий ГОК»	1,31	2,62	200%	ПОКУПАТЬ
«Северный ГОК»	10,57	14,27	35%	ПОКУПАТЬ
«Полтавский ГОК»	70,05	103,15	25%	ДЕРЖАТЬ
«Южный ГОК»	8,52	10,22	20%	ДЕРЖАТЬ
«Центральный ГОК»	5,97	6,56	10%	ДЕРЖАТЬ
ГОК «Сухая Балка»	2,55	1,53	-40%	ПРОДАВАТЬ
«Марганецкий ГОК»	1,82	3,64	40%	ПОКУПАТЬ

Из Таблицы 9 видно, что наиболее недооцененным является Ингулецкий ГОК. Акции этой компании имеют существенный потенциал роста при условии увеличения акций в свободном обращении, а также повышения торговой активности среди рыночных торговцев в отношении данного эмитента. Именно в данных условиях потенциал реализуется. Незначительный потенциал сохраняют Полтавский, Южный и Центральный ГОКи. Целевая цена по акциям Северного и Центрального комбинатов может быть понижена, если компании в полной мере не воспользуются мировым ростом цен на руду. Это произойдет в случае занижения цен на ЖРС при внутрикорпоративных поставках в рамках группы «Метинвест».

## SWOT – АНАЛИЗ ОТРАСЛИ

### Сильные стороны отрасли:

- ✓ выгодное географическое расположение предприятий отрасли и значительные запасы сырья;
- ✓ благоприятная ценовая конъюнктура;
- ✓ высокий внутренний спрос на продукцию горнорудной отрасли;
- ✓ наличие уникальных технологий производства;
- ✓ сосредоточение горнорудных активов в руках крупных холдингов и значительные инвестиционные расходы;
- ✓ преимущественная ориентация на экспорт;
- ✓ продукция отрасли полностью покрывает потребности отечественной металлургии;

### Слабые стороны развития отрасли:

- ✓ нехватка портовых мощностей;
- ✓ прямая зависимость развития отрасли от развития металлургии как внутри страны, так и за ее пределами;
- ✓ высокая конкуренция на традиционных рынках сбыта, приведшая к заключению долгосрочных контрактов с фиксированной ценой;
- ✓ невысокое качество продукции по сравнению с мировыми лидерами;

**Возможности развития отрасли:**

- ✓ снижения себестоимости производимой продукции за счет модернизации основных фондов;
- ✓ повышение качества продукции и других конкурентных преимуществ;
- ✓ рост цен на мировом рынке на продукцию отрасли;
- ✓ улучшение стандартов корпоративного управления;
- ✓ расширение рынков сбыта продукции;
- ✓ получение международной сертификации продукции.

**Угрозы отрасли:**

- ✓ расширение китайской экспансии на мировом пространстве по позиции металлургия;
- ✓ снижение качества добываемого сырья и рост затрат на его обогащение;
- ✓ занижение цен на руду при внутрикорпоративных поставках;
- ✓ рост тарифов на ж/д перевозки руды;
- ✓ сокращение спроса на агломерат;

**ВЫВОД:** Горнорудная отрасль, как одна из основных сырьевых секторов Украины имеет существенный потенциал дальнейшего развития, подкрепленный прежде всего, благоприятной ценовой конъюнктурой на мировых рынках. Наиболее привлекательными с позиции производственной динамики и финансового состояния являются Полтавский, Северный и Южный ГОКи.

В 2007 г. мировая горнодобывающая промышленность не испытала на себе последствий снижения темпов экономического развития, негативно отразившегося на других секторах экономики. В ситуации бурного роста, продолжавшегося главным образом в странах с быстроразвивающейся экономикой, компании горнодобывающего сектора принимали все возможные меры для удовлетворения возрастающего спроса. В условиях общей нестабильности цен на сырье, горнодобывающие компании имеют хорошие возможности для продолжения своего развития в отдельных регионах, о чем свидетельствует тот факт, что крупнейшие диверсифицированные компании, в частности с активами по добыче железной руды и коксующегося угля, стали наиболее прибыльными игроками отрасли. Ожидается, что в 2008 г. спрос на руду вырастет на 90 млн. тонн, а темпы роста цен, по оценке World Steel Dynamics, начнут снижаться и в 2009 г. составят всего 20%. Разумеется, погоду на рынке железорудного сырья (ЖРС) делает Китай. По прогнозу World Steel Dynamics, внутреннее производство концентрата в Китае в 2008 году может увеличиться до 410 млн. тонн, и некоторые аналитики делают вывод, что это приведет к серьезному снижению спроса на импортное сырье. С другой стороны, судя по таможенной статистике за первые четыре месяца, в 2008 г. импорт руды в Китай составит 460 млн. тонн (годовой прирост — 20%). При этом, по предварительным оценкам, потребление на внутреннем рынке увеличится на 10%. Следует учитывать также, что, за редкими исключениями, сильно рассредоточенные по стране мелкие китайские месторождения содержат руду весьма низкого качества. Поэтому, хотя китайцы действительно делают крупные инвестиции в горнорудное производство, вряд ли они сумеют ощутимо сократить импорт.

Таким образом, можно сделать вывод о наличии определенных конкурентных преимуществ Украины по части развития отрасли и увеличении доли экспорта. Мы ожидаем, что украинский железорудный сектор продолжит стабильное развитие на протяжении ближайших 3-5 лет.

**Источники информации:**

[www.smida.gov.ua](http://www.smida.gov.ua)

[www.stockmarket.gov.ua](http://www.stockmarket.gov.ua)

[www.pfts.com](http://www.pfts.com)

[www.interfax.kiev.ua](http://www.interfax.kiev.ua)

[www.cgzk.com.ua](http://www.cgzk.com.ua)

[www.metinvestholding.com](http://www.metinvestholding.com)

[www.ferrexpo.ua](http://www.ferrexpo.ua)

[www.ferrexpo.poltava.ua](http://www.ferrexpo.poltava.ua)

[www.sevgok.com.ua](http://www.sevgok.com.ua)

[www.ugok.com.ua](http://www.ugok.com.ua)

[www.ingok.com.ua](http://www.ingok.com.ua)

[www.ukrrudprom.com](http://www.ukrrudprom.com)

[www.UGMK.INFO](http://www.UGMK.INFO)

[www.finansy.ru](http://www.finansy.ru)

[www.prometal.com.ua](http://www.prometal.com.ua)

[www.metaltorg.ru](http://www.metaltorg.ru)

Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів

Загальнодоступна інформаційна база даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів;

Официальный сайт «Перша торгівельна фондова система»;

«Информационное агентство «Интерфакс».

Сайт компании «Центральный горно-обогатительный комбинат»

Сайт компании «Метинвест Холдинг»

Сайт компании «Фергехро»

Сайт компании ОАО «Полтавский горно-обогатительный комбинат»

Сайт компании «Северный горно-обогатительный комбинат»

Сайт компании «Южный горно-обогатительный комбинат»

Сайт компании «Ингулецкий горно-обогатительный комбинат»

Укррудпром» (информационно-аналитический портал, посвященный горно-металлургическому комплексу;

Сетевой проект, сферу интересов которого составляют ведущие отрасли реального сектора отечественной экономики: горно-металлургический комплекс Украины, машиностроение, транспорт и строительство.;

Экономика и финансы - публикации, статьи, обзоры, аналитика;

«Прометалл» - основные события на рынке металлов, и экспертной структуры.

Металл.Торг.Ру – новости, аналитика цены: металлопрокат, черные и цветные металлы.