

Норильский никель (GMKN RX). Интересная история или CASH-MACHINE.

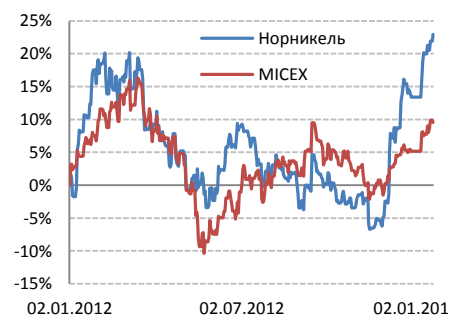
ГМК Норильский никель, по нашему мнению, будет одной из ключевых спекулятивных идей в 2013 г. Ряд корпоративных событий, произошедших с компанией в декабре 2012 г. уже способствовал росту стоимости бумаги более чем на 20%. Эти события мы оцениваем неоднозначно, однако в краткосрочной перспективе они воспринимаются рынком позитивно, и мы полагаем, что этот позитив еще не до конца учтен в текущих ценах. По нашим оценкам, целевой уровень стоимости акций Норникеля составляет 6 840 руб. или \$22,8 за GDR, что на 14% и 13% выше текущих котировок соответственно.

Позитивный новостной поток в 2013 г. В начале декабря 2012 г. завершился многолетний конфликт акционеров Норильского никеля – холдинга Интеррос и алюминиевой компании РУСАЛ. Это стало сигналом для роста стоимости рыночной акций Норникеля. Несмотря на то, что это противостояние не влияло напрямую на операционную деятельность ГМК, по нашему мнению, оно косвенным образом оказывало давление на капитализацию. Мы полагаем, что теперь, когда этот фактор устранен, компания продолжит генерировать позитивный новостной поток, что будет оказывать бумаге поддержку.

Дивидендная доходность за 2012 г. может составить около 8-11%. Для миноритарных акционеров одним из главных положительных событий в Норникеле стало намерение компании существенно увеличить дивидендные выплаты. В частности, ГМК планирует выплатить \$9 млрд в виде дивидендов в ближайшие 3 года (около \$3 млрд ежегодно). Учитывая потенциальную продажу доли в ИнтерРАО, дивидендная доходность за 2012 г. составит около 8-11%. При этом мы не исключаем, что payout ratio будет близок к 100% от чистой прибыли, что подразумевает еще большее значение дивиденда на акцию.

Наш target price - 6 840 руб. на конец 2013 г. Мы провели экспресс-оценку акций Норильского никеля путем сравнения коэффициентов EV/EBITDA и P/E с зарубежными аналогами. По нашему мнению, позитивные для акционеров события, происходящие в компании, еще не полностью учтены в текущих рыночных ценах. Кроме того, мы посчитали необходимым учесть премию величиной 10% (на уровне ожидаемой дивидендной доходности в 2012 г.). В результате мы получили, что ценовой ориентир акций Норникеля составляет 6 840 руб. (\$22,8 за GDR), что на 13% выше текущих котировок.

Тикер	local, RUB	GDR,\$
	GMKN RX	MNOD LI
Free-float	29%	29%
Целевая цена	6 840	22,8
Текущая цена	6 026	21,1
Потенциал	14%	13%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	



Капитализация, \$ млн	38 256	
EV, \$ млн	41 518	
Чистый долг	3 262	
ЧД/EBITDA	0,6	
	2013П	2014П
Выручка	12 654	13 200
EBITDA	5 700	6 100
Чистая прибыль	3 700	3 850
P/S	3,0	2,9
EV/EBITDA	6,8	6,8
P/E	9,5	9,9

21 января 2013 г.

Инвестиционное заключение. CASH-MACHINE.

На наш взгляд, ситуацию с ГМК «Норильский никель» можно оценивать двояко. С одной стороны, изменения в структуре капитала и новая дивидендная политика - на руку акционерам, в том числе и миноритарным. Очевидно, что действия главных акционеров, особенно РУСАЛа, обремененного большим долгом, направлены на максимальное извлечение из компании кэша в течение нескольких лет. В этом случае акции ГМК выглядят привлекательным инструментом с высокой дивидендной доходностью (по нашим оценкам, 8-11% за 2012 г.).

С другой стороны, в долгосрочной перспективе и с точки зрения фундаментального анализа компания выглядит менее привлекательно. Во-первых, из-за роста дивидендных выплат Норникель не сможет направлять часть денежного потока на инвестиции в развитие. Во-вторых, не и исключено, что со временем будет расти долговая нагрузка, которая сейчас находится на комфортном уровне. На конец 1П12 отношение чистого долга Норникеля к 12-месячной EBITDA составило около 0,6. Впрочем, возможен и такой вариант, при котором через 2-3 года произойдет эпохальное и долгожданное слияние Норникеля с какой-либо из крупных горнодобывающих компаний.

В любом случае, на наш взгляд, акции Норникеля в текущей ситуации являются привлекательными как в плане потенциала роста, так за счет дивидендной доходности. Мажоритарные акционеры заинтересованы в высоких дивидендах, а также в росте капитализации, поскольку не исключено, что кто-либо из них нацелен на продажу своей доли по привлекательной цене. Поэтому мы полагаем, что компания в течение 2013 г. продолжит генерировать позитивный новостной поток, что будет поддерживать рост котировок.

Норильский никель: прогноз финансовых показателей (консенсус-прогноз Bloomberg), \$ млн

	2011	2012П	Изм., %	2013П	Изм., %
Выручка	14 122	11 995	-15%	12 700	6%
ЕБИТДА	7 240	5 032	-30%	5 700	13%
Чистая прибыль	4 186	2 951	-30%	3 700	25%
Маржа EBITDA	51%	42%		45%	
Чистая маржа	30%	25%		29%	

Источник: данные компаний, Bloomberg

Прогноз цен на основную продукцию

	2012	2013П	Изм., %	2014П	2015П
Медь, \$/т	7 954	8 070	1,5%	7 716	7 500
Никель, \$/т	17 583	18 300	4,1%	19 500	22 500
Палладий, \$/oz	646	725	12,3%	825	900
Платина, \$/oz	1 553	1 700	9,5%	1 800	1 850

Источник: данные компаний, Bloomberg

Московские Партнеры

21 января 2013 г.

Оценка: target price составляет 6 840 руб. за локальную акцию. Мы оценили компанию по P/E и EV/EBITDA, сравнив с зарубежными аналогами. Кроме того, мы посчитали уместным применить дополнительную премию в размере 10%, поскольку считаем, что дивидендная доходность за 2012 г. еще не учтена в стоимости. В итоге мы получили, что ценовой ориентир акций Норникеля равен 6 840 руб. за обыкновенную акцию и \$22,8 за GDR (тиккер MNOD LI). С учетом полного погашения квазиказначейских акций, которое, как планируют акционеры, состоится в течение 2013 г., target price составит 8 240 руб. за обыкновенную акцию и \$27,5 за GDR.

Норильский никель: сравнение с аналогами

	Капитализация, \$ млн	EV, \$ млн	P/E	EV/EBITDA
BHP Billiton	192 612	217 376	13,6	7,3
Rio Tinto	109 106	132 408	10,0	6,1
Xstrata	54 533	68 370	13,5	6,9
Anglo American	41 650	48 217	13,2	4,8
Antofagasta	19 750	20 195	13,7	5,5
KGHM Polska Miedz	12 087	11 586	8,8	4,8
Teck	21 770	25 682	14,0	6,6
Freeport Mcmoran	31 935	35 335	7,3	3,4
Median			13,4	5,8
Норильский никель	38 256	41 518	10,3	7,3

Источник: данные компаний, Bloomberg

Расчет target price

	до погашения казначейских акций	после погашения казначейских акций
Акции, шт.	190 627 747	158 221 030
Оценка, \$		
по P/E	259	312
по EV/EBITDA	155	187
Средняя	207	250
Премия	10%	10%
GDR` target, \$	22,8	27,5
Локальная акция, руб.	6 841	8 242
Текущая цена		
GDR, \$	20,1	
Локальная акция, руб.	6 075	
Потенциал роста		
GDR, \$	13,5%	
Локальная акция, руб.	12,6%	

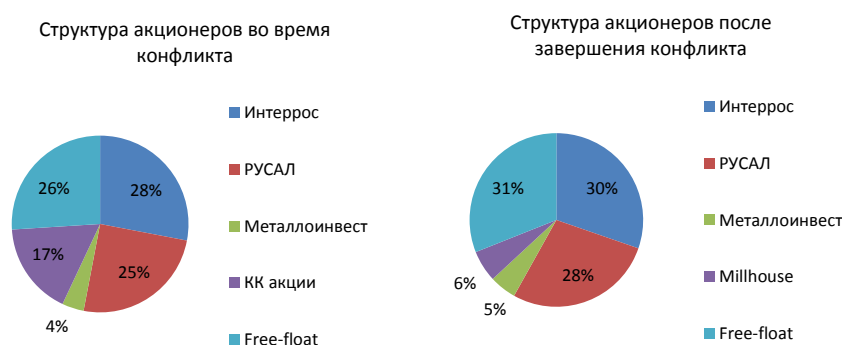
Источник: данные компаний, Bloomberg

Московские Партнеры

21 января 2013 г.

Конфликт исчерпан, квазиказначейские акции будут полностью погашены. В конце 2012 г. конфликт основных акционеров ГК «Норильский никель», наконец, завершился. Причем, для этого потребовались недвусмысленные намеки первых лиц российского государства. Кроме того, обе конфликтующие стороны явно не желали ввязываться в затяжные судебные разбирательства, которыми неминуемо закончилось бы дело и итог которых предсказать невозможно. В результате в акционерный капитал крупнейшей горнодобывающей компании РФ пришла третья сторона в лице Millhouse Capital P. Абрамовича.

По условиям соглашения между акционерами, эта структура приобретает у Интерроса и РУСАЛа 2,84% и 2,03% акций соответственно по \$160 за бумагу. При этом все квазиказначейские акции Норникеля будут полностью погашены (около 17%). В итоге Интеррос будет владеть 30,3%, РУСАЛ – 27,8%, Millhouse – 5,87%, Металлоинвест – 4,8%, а free-float составит около 31%. Глава Интерроса В. Потанин стал генеральным директором Норникеля, а председателем совета директоров, по некоторым данным, может стать партнер Р. Абрамовича и глава Evraz Group А. Абрамов.



Источник: Интерфакс, данные компании

Напомним, что изначально предполагалось, что Millhouse купит 7,3% квазиказначейских акций Норникеля, а оставшиеся (около 10%) будут погашены. Таким образом, мажоритарии решили, не дожидаясь дивидендов, уже сейчас получить средства от продажи части своих долей, а сама компания недополучит \$2,2 млрд, которые должны были поступить от продажи 7,3% квазиказначейских акций Millhouse.

Кроме того, Интеррос и РУСАЛ внесут по 7% своих блоков Норникеля на специальный счет для того, чтобы Millhouse использовал эти бумаги в качестве голосующих на собраниях акционеров. Таким образом, Интеррос будет голосовать 23% акций (после погашения квазиказначейских акций), РУСАЛ – 21%, а Millhouse – 20%.

Московские Партнеры

21 января 2013 г.

Дивиденды. По словам нового генерального директора Норникеля В. Потанина, дивиденды компании в ближайшие годы будут сохраняться на уровне $\frac{1}{2}$ EBITDA, а начиная с 2014 г. дивидендные выплаты будут осуществляться раз в полгода. Кроме того, в СМИ проходила информация о том, что в ближайшие 3 года объем дивидендных выплат компании составит 9 млрд, т.е. по \$3 млрд в год.

Вместе с тем, факт продажи Интерросом и РУСАЛОм части своих пакетов компании Millhouse лишил ГК денег от продажи части казначейских акций. Напомним, что изначально план был именно таков: Millhouse покупает 7,3% казначейских бумаг по \$160 за акцию. Таким образом, Норникель недополучил \$2 227 млн, которые планировал пустить на дивиденды.

Таким образом, дивидендные выплаты за 2012 г. могут составить около \$2 550 млн (50% от EBITDA). В этом случае доходность составит 8%. Кроме того, мы не исключаем, что ГК продаст свой пакет в ИнтерРАО (11%) и также поделится этими деньгами с акционерами. Это может быть сделано, например, в виде специальных дивидендов. В результате, совокупная дивидендная доходность может составить около 11%. В 2013-2015 гг., по нашим ожиданиям, дивидендная доходность акций Норникеля будет на уровне 9-10%.

Дивиденды Норникеля за 2012 г.

	2012П
ЕБИТДА, \$ млн	5 100
Дивиденды, \$ млн	2 550
на акцию	
- до погашения, \$	13,4
- доходность	6,7%
- после погашения, \$	16,1
- доходность	8,1%
Стоимость доли в ИнтерРАО*, \$ млн	892
Дивиденды с учетом продажи пакета ИнтерРАО, \$ млн	3 442
На акцию, \$	22
Доходность	10,9%
Чистая прибыль, \$ млн	2 900
Доля на дивиденды	88%

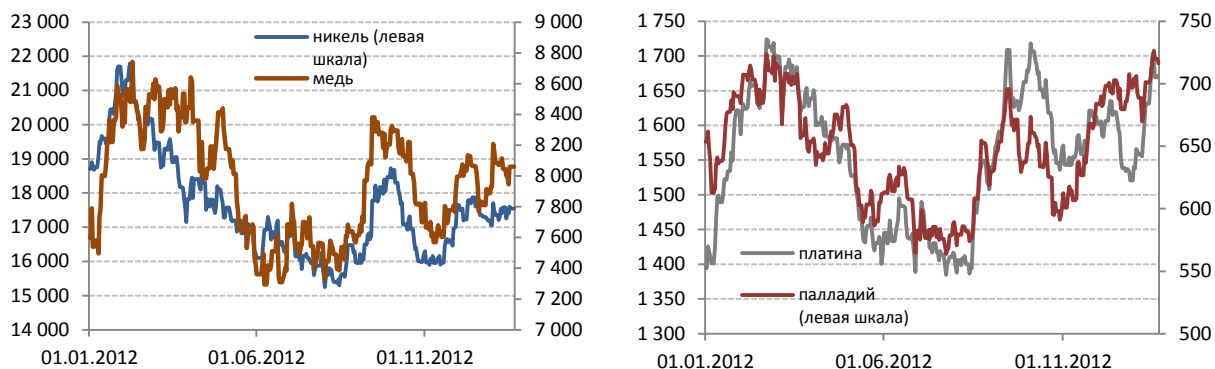
*-на закрытие 18/01/2013

Прогноз дивидендов Норникеля в 2013-2015 гг.

	2013П	2014П	2015П
ЕБИТДА, \$ млн	5 700	6 100	6 000
Дивиденды (50% EBITDA)	2 850	3 050	3 000
на акцию			
до погашения, \$	15,0	16,0	15,7
доходность	7,5%	8%	8%
после погашения, \$	18,0	19,3	19,0
доходность	9,1%	9,7%	9,5%
Чистая прибыль, \$ млн	3 700	3 850	3 600
Доля на дивиденды	77%	79%	83%

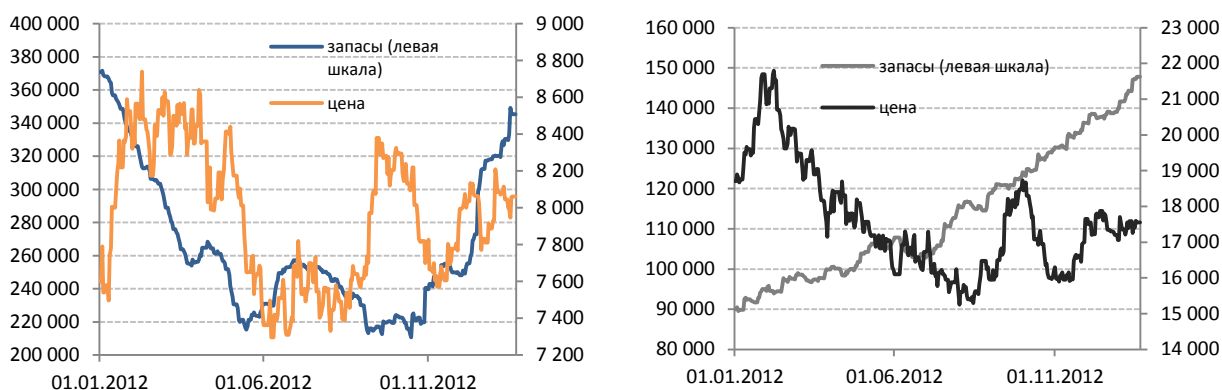
Источник: данные компаний, Bloomberg

Цены на основные промышленные металлы



Источник: Bloomberg

Соотношение цены и запасов на London Metals Exchange (медь и никель)



ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и компания «Московские партнеры» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Компания «Московские партнеры» не обязана обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако компания имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения компании «Московские партнеры». Компания «Московские партнеры» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки (прямые или косвенные), причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.