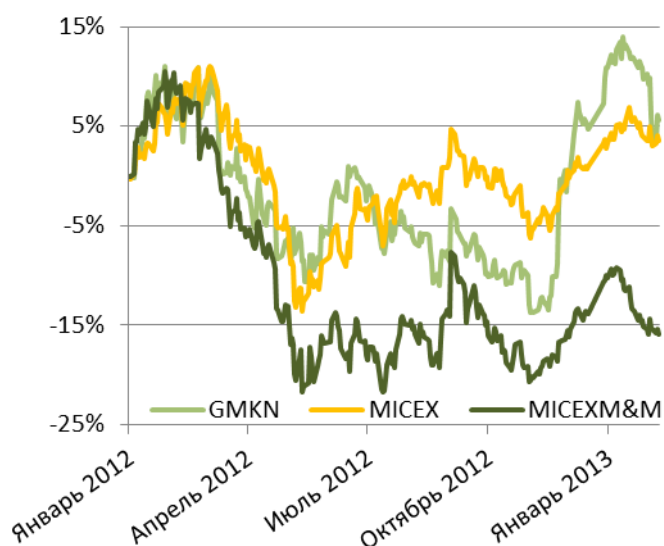


ГМК: Высокие дивиденды – повод для роста?

ГМК,ао

Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер (ММВБ)	GMKN
Текущая цена (руб.)	5 560
Потенциал роста (%)	58%
Капитализация (млрд. руб.)	1 059,89



Небольшая коррекция на рынке металлов на прошлой неделе, которая отразилась и на акциях ГМК «откинула» котировки на уровень эпохи до «примирения» и появления информации о масштабах выплат дивидендов, что добавило привлекательности бумагам с точки зрения их недооцененности рынком.

Ожидание высоких дивидендов в ближайшие годы делает более привлекательными бумаги ГМК в среднесрочной перспективе, несмотря на реальные негативные оценки и возможные последствия для компании от такого решения. Увеличение долговой нагрузки, снижение и оптимизация капитальных вложений должно привести к снижению производства и снижению привлекательности компании, но это вопрос не сегодняшнего дня и не текущего года.

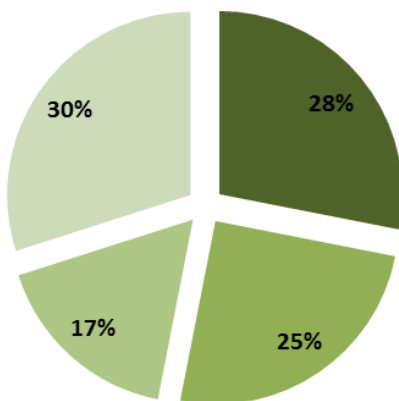
По нашим подсчетам, для выплаты \$9 млрд. до 2014-го года в виде дивидендов, дивиденды компании должны составлять порядка 470 рублей на акцию в год, что обеспечивает годовую доходность по акциям более 8% от рыночной стоимости на сегодняшний день, что в 2 раза больше чем в среднем по рынку среди «голубых фишек».

Наша рекомендация – покупать акции с перспективой роста -58%

• **Заключение перемирия между основными акционерами ГМК «Норильский Никель» «Интерросом» Владимира Потанина и US Rusal Олега Дерипаски в декабре прошлого года более позитивно воспринято рынком, в результате чего акции компании выросли на более чем 26%, до уровня 6 101 рублей за акцию. Оптимизма бумагам добавили и условия соглашения: согласно информации СМИ, помимо появления в компании третьей стороны перемирия в уставном капитале ГМК - Millhouse Capital (контрольный пакет принадлежит Роману Обрамовичу), который выступает гарантом перемирия, стороны также договорились направить на выплату дивидендов в течение 2012-2014 годов \$9 млрд. Согласно условиям соглашения, Millhouse Capital приобретет 3,8 млн. акций ГМК у Русала и 5,42 млн. акций ГМК у ХК Интерроса по \$160 за акцию вместо 7,3% квазиказначейских акций ГМК, как планировалось ранее, после чего все квазиказначейские акции ГМК (около 16,9% уставного капитала) будут им выкуплены и погашены. После погашения квазиказначейского пакета структура собственности компании претерпит некоторые изменения: Русал будет контролировать около 28% акций ГМК, Интеррос – 30,3%, а Millhouse – около 5,87%.**

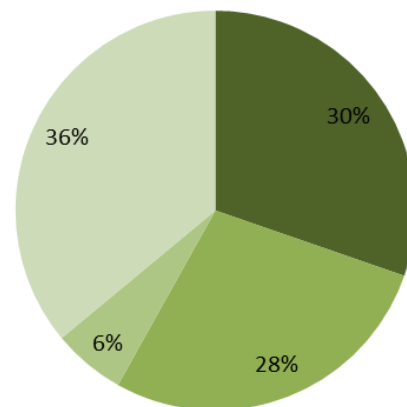
Структура собственности АК ГМК «Норильский Никель»

"до примирения"



- ХК "Интеррос"
- ОК "РусАл"
- квазиказначейские акции
- прочие

"после соглашения"



- ХК "Интеррос"
- ОК "РусАл"
- Milhouse
- прочие

Источник: расчет ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Появление третьей стороны в разрешении корпоративного конфликта добавляет уверенности акционерам бумаг ГМК в долгосрочной перспективе, поскольку подписанное Интерросом, Русалом и Millhouse соглашение позволит разработать и приступить к реализации программ по повышению эффективности инвестиций и капитальных затрат компании, а также сформировать эффективную сбытовую стратегию. Прекращение корпоративного конфликта должно повысить престиж компании, спрос на ее бумаги и эффективность бизнеса.

- **Выплата дивидендов** в размере \$9 млрд. за 2012-2014 гг. является основополагающим драйвером роста акций ГМК, несмотря на ряд последствий, которые могут отразиться на структуре показателей компании в будущем. Для выплаты \$9 млрд. до 2014-го года в виде дивидендов, последние должны составлять порядка 470 рублей на акцию в год, что обеспечивает годовую доходность по акциям более 8% от рыночной стоимости на сегодняшний день, что в 2 раза больше чем в среднем по большинству «голубых фишек». По нашим подсчетам, за 2012 год чистая прибыль ГМК «Норильский Никель» должна составить около \$3 млрд. С учетом большой вероятности увеличения спроса в текущем году на цветные металлы, в связи с начавшимся восстановлением китайской экономики после периода «мягкой посадки» и постепенным ростом спроса в США, а также в отрасли машиностроения, рентабельность компании существенно увеличится. Сейчас по EBITDA составляет 45%, тогда как среднерыночный уровень металлодобывающей отрасли составляет 35% - 40%. Соответственно за период 2012-2014 гг. компания в состоянии выплатить дивиденды из чистой прибыли, однако реализация инвестиционных проектов в области освоения новых месторождений (разработка месторождения Удокан, Быстринское и Бугдаинское месторождения) потребуют привлечения заемных средств и изысканию других источников финансирования.

- **Сокращать капитальные расходы** компания больше не может, поскольку это отразится на основных финансовых результатах – что и привело к попытке искать другие источники для изыскания столь большой суммы на дивиденды. В январе текущего года, генеральный директор ГМК Владимир Потанин попросил президента РФ Владимира Путина **освободить компанию от экспортных пошлин**, ежегодный размер которых для компании составляет около 15 млрд. рублей, чтобы направить вырученные средства на модернизацию производства и выполнение

социальных обязательств. Г-н Потанин в качестве одного из аргументов своей просьбы указывает на тот факт, что ежегодные платежи ГМК за вывоз продукции за пределы Таможенного союза составляют около 15 млрд. рублей. В том случае, если ГМК сможет сэкономить эти деньги, то он направит их на существенную модернизацию производства. **Мы считаем, что текущий уровень пошлин не является критичным для финансового состояния ГМК (по никелю она составляет 5% от таможенной стоимости, по меди – 10%; по платине – 6,5%),, поскольку уровень долга у компании остается достаточно низким.**

Напомним, что сейчас около 90% производимой продукции ГМК продает на экспорт, а на Россию приходится всего 10% продаж. Основную долю импортеров продукции составляет Европа – около 55%. Основная продукция, идущая на экспорт – никель (около 50%); среди остальных фигурируют медь с 25%; палладий – с 15% и платина – с 9%.

В любом случае, для ГМК данный вопрос является локальным, поскольку по нормам ВТО Россия должна отменить экспортные пошлины на цветные металлы в 2015-м году. Вряд ли государство в такой ситуации откажется от получения доходов в бюджет.

- **Развитие новых месторождений ГМК** дает возможность на поддержание сегодняшнего объема добычи и рост производственных показателей в ближайшие годы на фоне ожидаемого темпа снижения мирового производства в 2013 году. Согласно данным компании, в наступившем году ГМК планирует произвести 275-285 тыс. тонн никеля (в 2012 году – 300 тыс. тонн), в том числе 230-235 тыс. тонн никеля планируется выпустить на российских предприятиях и 45-50 тыс. тонн на предприятиях Norilsk Nickel International (Австралия, Ботсвана, ЮАР и Финляндия). Эти цифры на 5-8% ниже уровня 2012 года. Капитальные затраты ГМК «Норильский Никель» в 2013 году составят около 75,4 млрд. руб., что несколько ниже заявленной ранее долгосрочной инвестпрограммы компании. Инвестиционная программа дает возможность сохранения привлекательности акций ГМК и в долгосрочной перспективе, несмотря на увеличение долговой нагрузки:

- Развитие в Забайкальском крае инфраструктуры для Быстринского и Бугатинского месторождений с полным вводом добычи в Быстринском к 2017 году позволит компенсировать текущее снижение производства. Требуемые инвестиции в ближайшие 3 года в размере 80 млрд. рублей, месторождения позволят повысить ежегодный уровень производства, в соответствии с проектной документацией, на 10