



# Распадская

Company  
Report

## ПОКУПАТЬ

Целевая цена: US\$ 9.73

Потенциал роста: 26%

## Пересмотр рекомендации

### Stock data

Ticker	rasp	M.Cap, \$ mn	6,012
Shares Ords	780,799,808	Free Float, %	20
Shares Pref		Free Float, \$ mn	1,202
Bid Ords, \$	7.45	Offer Ords, \$	7.67

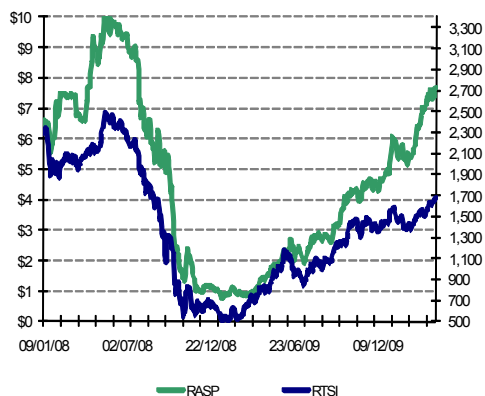
### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	18.8%	78.1%
Relative to RTSI	Ords	8.1%	61.2%
Price range, \$			
High	Ords	7.67	7.67
Low	Ords	6.45	3.91

### Financials, 2010E

Revenue, \$ mn	1140	EV/S	5.4
EBITDA, \$ mn	775	P/E	11.4
Net income, \$ mn	527	EV/EBITDA	7.9

### Динамика акций Распадской относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

- Мы пересмотрели справедливую стоимость акций «Распадской» по итогам финансовой отчетности компании за 2009 г. по МСФО и телеконференции. Основные изменения в модели связаны с более высокими прогнозами цен на уголь.
- Финансовые результаты года для компании оказались несколько лучше консенсус-прогноза. Объем реализации угольного концентрата увеличился на 10%. Несмотря на падение выручки на 59% в 2009 г., компания продемонстрировала высокую рентабельность за счет сокращения себестоимости производства на 40%. Удельные затраты (cash costs) у Распадской являются наиболее низкими в отрасли. Во втором полугодии финансовые результаты компании существенно улучшились вследствие значительного увеличения объемов продаж, а с 4Q09 – еще и резкого повышения рыночных цен на угольный концентрат.
- С апреля Распадская повысила контрактные цены для всех российских потребителей до \$130/т. В 3Q менеджмент ожидает дальнейшее повышение цен, но не дает конкретных прогнозов (по нашим консервативным оценкам, возможно повышение еще на 10%).
- В 2010 г. компания подтверждает прогноз роста объемов производства на 15%.
- По прогнозам менеджмента, денежная себестоимость производства в 2010 г. должна возрасти вследствие увеличения вскрышных работ, горных выработок и капремонта (т.е. тех статей затрат, которые пришлось резко сжать в 1H09). Однако она останется на конкурентоспособном уровне, и в 1H10 незначительно увеличится ко 2H09 (\$19.6/т). По нашим оценкам, в среднем по 2010 году денежная себестоимость может составить около \$25/т.
- Компания диверсифицирует структуру поставок, повышает долю экспорта. Структура экспорта существенно изменилась в 1Q10 – на долю стран ЮВА пришлось 60%, а доля традиционно доминировавшей в экспорте Украины сократилась до 40%.
- Большинство экспертов ожидают сохранения позитивной динамики спроса и цен на коксующийся уголь в 2010 г. вследствие значительного роста производства стали в Китае и ценового давления крупнейших мировых угольных компаний. При этом есть риск, что эти ожидания окажутся завышенными вследствие замедления роста китайской экономики и/или изъятия с рынков избыточной ликвидности.
- Сравнение по финансовым мультипликаторам показывает, что по ожидаемым итогам 2010 г. акции Распадской оценены с дисконтом к рыночным аналогам. Так, по нашим оценкам, EV/Ebitda компании в 2010 г. составит 7.9 при среднем значении 9.9 для EM-аналогов. При этом Распадская является 100%-ным производителем коксующегося угля, цены на который растут существенно быстрее, чем на энергетический. Кроме того, компания обладает запасами угля высокого качества, что позволяет ей экспортировать продукцию с минимальным дисконтом к международным ценам твердых марок.
- По итогам пересмотра модели мы повышаем справедливую цену акций Распадской с \$6.36 до \$9.73 за акцию, что предполагает 26%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене. Рекомендация «Покупать».



Мы пересмотрели справедливую стоимость акций Распадской по итогам финансовой отчетности компании по МСФО за 2009 г. и conference call. Основные изменения в модели связаны с более высокими прогнозами цен на уголь.

Итоги года оказались несколько лучше консенсус-прогноза. Объем реализации угольного концентрата увеличился на 10%. Несмотря на падение выручки на 59% в 2009 г., компания продемонстрировала высокую рентабельность за счет сокращения себестоимости производства на 40% (в долларовом выражении). Это было достигнуто, прежде всего, за счет ослабления рубля к доллару на 28%, а также вынужденного снижения объемов вскрышных работ, горных выработок, капитальных ремонтов при одновременном увеличении объемов производства. Удельные затраты (cash costs) у Распадской являются наиболее низкими в отрасли (\$18.4/т против \$30.9/т в 2008 г.).

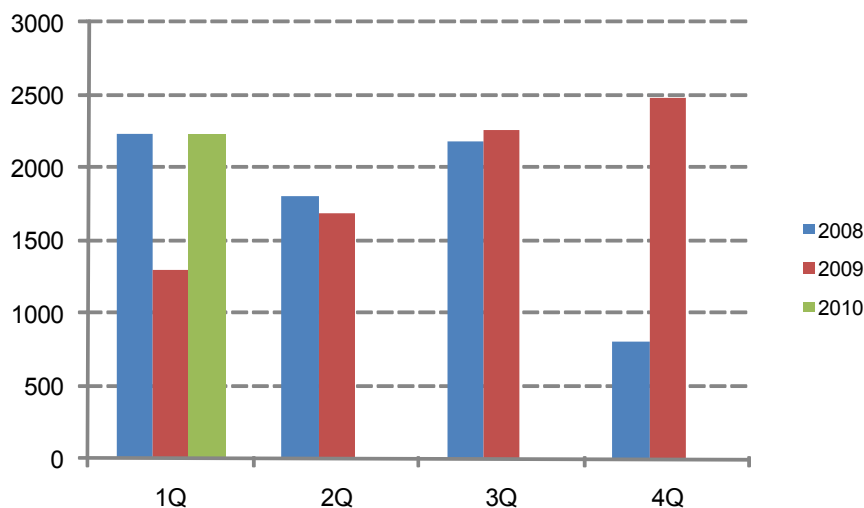
Во втором полугодии финансовые результаты компании существенно улучшились вследствие значительного увеличения объемов продаж, а с 4Q09 – еще и резкого повышения рыночных цен на угольный концентрат.

\$МЛН

	2008	2009E (cons)	2009	2010E
Выручка	1200	492	497	1140
ЕБИТДА	868	251	255	775
ЕБИТДА margin	72%	51%	51%	68%
Чистая прибыль	531	92	117	527
Net margin	44%	19%	24%	46%

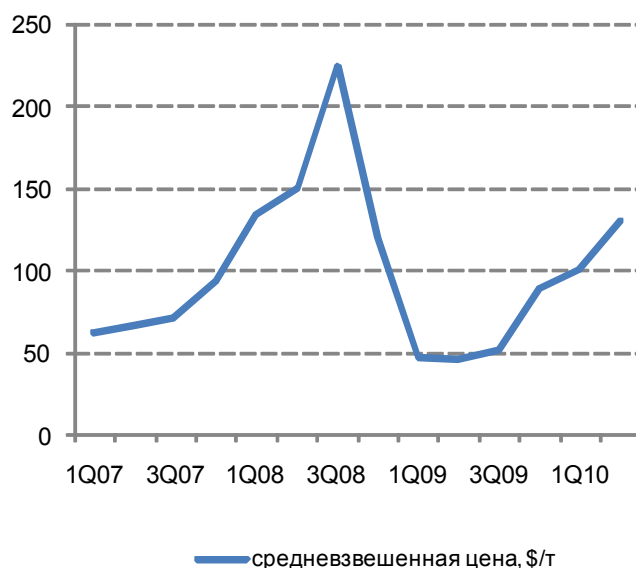
Источник: данные компании, Bloomberg, прогнозы ИК Совлинк

**Рис. 1 Объемы производства угольного концентрата, по кварталам, тыс тонн**



Источник – данные компании, оценка ИК Совлинк

**Рис. 2 Средневзвешенная цена на концентрат коксующегося угля, \$/тонну**



Источник – данные компании, оценка ИК Совлинк

Компания опубликовала операционные результаты за 1Q10, в соответствии с которыми объем производства сократился на 10% по сравнению с 4Q09. Руководство объясняет это влиянием аномально холодной погоды и техническими остановками добычи.

Средневзвешенная цена угля в 1Q10 составила \$100/т (FCA, Междуреченск) против \$89/т в 4Q09 и \$47/т в 1Q09. В структуре продаж доля экспорта в 1Q10 возросла до 29% против 22% в 4Q09 (в среднем 2009 г. – 28%).

Существенно изменилась структура экспорта – если в 2009 г. 73% экспортных продаж приходилось на Украину, то в 1Q10 вследствие активной экспортной экспансии компании в страны ЮВА доля азиатских стран в экспорте взлетела до 60%, а Украины – сократилась до 40%. Руководство Распадской считает, что объемы украинских поставок будут оставаться стабильными. При этом ЮВА (Китай, Корея, Япония) рассматривается как наиболее перспективный регион в рамках среднесрочной стратегии по увеличению доли экспортных продаж. Компания будет стремиться удлинять сроки экспортных контрактов до 3-5 лет с привязкой цены к бенчмарку.

С апреля Распадская повысила контрактные цены для всех российских потребителей до \$130/т. В 3Q менеджмент ожидает дальнейшего повышения цен, но не дает конкретных прогнозов (по нашим консервативным оценкам, возможно повышение еще на 10%).

В 2010 г. компания подтверждает прогноз роста объемов производства на 15%. Таким образом, объем добычи угля должен достичь 12 млн тонн, объем реализации угольного концентрата – 8.8 млн тонн.

По прогнозам менеджмента, денежная себестоимость производства в 2010 г. должна увеличиться вследствие увеличения вскрышных работ, горных выработок и капремонта (т.е. тех статей затрат, которые пришлось резко сжать в 1H09). Однако она останется на конкурентоспособном уровне, и в 1H10 незначительно увеличится ко 2H09 (\$19.6/т). По нашим оценкам, в среднем по году денежная себестоимость может составить около \$25/т.

Планируемый объем Сарех на 2010 г. составляет \$180 млн (+9% к 2009 г.).

Уровень долговой нагрузки Распадской остается низким – по итогам 2009 г. общий долг составлял \$330 млн, из них \$300 млн – еврооблигации с погашением в 2012 г., чистый долг \$122 млн



Одной из ковенант, предусмотренных условиями размещения еврооблигаций, является отношение «чистый долг / EBITDA» не более 3:1 (в 2009 показатель составил 0.5). Вторая ковенанта – отношение «Общий долг / EBITDA» также не более 3 (по итогам 2009 – 1.3).

## Сравнительная оценка

Компания	Страна	Мcap, \$ mln	P/E 09E	P/E 10E	EV/S 09E	EV/S 10E	P/BV 09E	P/BV 10E	EV/ EBITDA 09E	EV/ EBITDA 10E	EBITDA margin 09E, %
RASPADSKAYA (our est)	RUSSIA	6012	51.4	11.4	12.3	5.4	4.6	3.7	24.1	7.9	51%
RASPADSKAYA (cons)	RUSSIA	6012	51.4	13.0	12.3	6.0	4.6	3.7	24.1	9.0	51%
KUZBASSRAZREZUGOL	RUSSIA	3420	-	55.8	2.9	2.5	-	-	9.7	9.8	32%
BELON	RUSSIA	1311	145.7	12.3	3.1	1.9	3.0	2.2	17.5	9.6	22%
<b>Average Russia</b>			<b>98.5</b>	<b>26.4</b>	<b>6.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>3.0</b>	<b>17.1</b>	<b>9.0</b>	<b>31%</b>
PEABODY ENERGY CORP	US	12933	28.9	16.0	2.4	2.2	3.4	2.8	11.3	8.4	22%
MASSEY ENERGY CO	US	4280	41.0	16.5	1.8	1.6	3.3	3.0	10.7	6.7	17%
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	US	6439	111.0	16.5	2.7	1.8	2.3	2.2	10.8	7.0	25%
MACARTHUR COAL LTD	AUSTRALIA	3631	28.8	31.7	6.7	5.8	4.1	3.5	21.8	17.3	31%
CENTENNIAL COAL COMPANY LTD	AUSTRALIA	1667	31.3	24.0	2.7	2.4	3.1	2.4	11.0	9.9	25%
WHITEHAVEN COAL LTD	AUSTRALIA	2665	14.6	40.9	7.2	6.8	4.0	2.6	-32.1	21.9	-22%
<b>Average Developed Markets</b>			<b>42.6</b>	<b>24.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>13.1</b>	<b>11.9</b>	<b>16%</b>
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	CHINA	87791	18.9	16.9	5.0	4.6	3.7	3.2	10.2	9.1	49%
CHINA COAL ENERGY CO - H	CHINA	23177	18.7	15.1	2.8	2.3	2.3	2.1	10.5	8.1	26%
YANZHOU COAL MINING CO-H	CHINA	14807	19.3	14.3	4.6	3.3	2.9	2.5	12.7	8.6	36%
SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	CHINA	13537	41.5	23.6	7.8	4.8	8.1	6.4	22.5	13.7	35%
HENAN SHEN HUO COAL-A	CHINA	3746	42.7	18.9	3.3		6.7	5.0	17.4	12.5	19%
EXXARO RESOURCES LTD	SOUTH AFRICA	6569	53.3	10.7	3.9	2.9	3.6	2.9	19.5	10.2	20%
BUMI RESOURCES TBK PT	INDONESIA	5273	27.7	13.6	2.8	1.9	2.8	2.6	11.9	7.3	23%
<b>Average Emerging Markets</b>			<b>31.7</b>	<b>16.2</b>	<b>4.3</b>	<b>3.3</b>	<b>4.3</b>	<b>3.5</b>	<b>15.0</b>	<b>9.9</b>	<b>30%</b>
<b>Average International (EM 60%, DM 40%)</b>			<b>36.1</b>	<b>19.4</b>	<b>4.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	<b>14.2</b>	<b>10.7</b>	<b>24%</b>

Источник – Bloomberg, оценки ИК Совлинк

Сравнение по финансовым мультипликаторам показывает, что по ожидаемым итогам 2010 г. акции Распадской оценены с дисконтом по сравнению с рыночными аналогами.

Риск состоит в том, что в случае сокращения спроса на коксующийся уголь, например, вследствие замедления роста китайской экономики и/или изъятия с рынков избыточной ликвидности, прогнозные показатели могут оказаться завышенными.



Исходя из прогнозных значений рыночных мультипликаторов Распадской на 2010 г., получим следующие значения расчетной капитализации:

	P/E	EV/S	P/BV	EV/EBITDA
Расчетная рыночная капитализация компании, \$ млн	10226	3694	5209	8169
Вес показателя	0.3	0.2	0.1	0.4

Взвешивая полученные значения с указанными весами, получим итоговую расчетную справедливую стоимость компании \$7595 млн.

Справедливая стоимость компании, \$ млн	7595
Количество акций, млн	781
Целевая цена, \$/акцию	9.7
Рыночная цена на 15.04.10, \$/акцию	7.7
Upside	26%

**Таким образом, мы повышаем оценку справедливой стоимости акций Распадской с \$6.36 до \$9.73, что предполагает 26%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене. Рекомендация «Покупать».**

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

### ООО СОВЛИНК

**Тел.: +7 495 967 1300**  
**Факс: + 7 495 967 1311**

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия**  
**[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)**  
**[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)**

©2010г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.