



# Распадская

**Company  
Report**

**ПОКУПАТЬ**

**Целевая цена: US\$ 6.36**  
**Потенциал роста: 16%**

**Потенциал роста еще не исчерпан**

### Stock data

Ticker	rasp	M.Cap, \$ mn	4,310
Shares Ords	780,799,808	Free Float, %	20
Shares Pref		Free Float, \$ mn	843
Bid Ords, \$	5.45	Offer Ords, \$	5.52

### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	8.8%	102.9%
Relative to RTSI	Ords	9.3%	63.7%
Price range, \$			
High	Ords	4.84	2.60
Low	Ords	6.06	6.06

### Financials, 2009E

Revenue, \$ mn	490	EV/S	4.7
EBITDA, \$ mn	241	P/E	44.3
Net income, \$ mn	74	EV/EBITDA	18.4

**Динамика акций Распадской относительно индекса РТС**



- Мы начинаем анализ акций угольных компаний с одного из лидеров отрасли - «Распадской». Компания является одним из крупнейших производителей коксующегося угля в России.
- Основные преимущества компании - диверсифицированная клиентская база, долгосрочные контракты с основными потребителями (в числе которых крупнейшие российские металлургические холдинги ММК, Евраз, НЛМК), выход на внешние рынки, высокое качество запасов, лучший уровень операционной рентабельности в отрасли (в России и в мире), низкая долговая нагрузка, высокая информационная открытость.
- Начиная с мая 2009 г., добыча угля в России уверенно восстанавливалась после кризисного спада, а в ноябре впервые превысила значение аналогичного периода предыдущего года. По итогам года рост добычи угля Распадской составил 12%, а рост объемов реализации угольного концентрата – 10%. В 2010 г. компания планирует увеличение объемов реализации на 10-15%.
- Динамика цен на коксующийся уголь также уверенно улучшалась в 4Q09, по мере оживления в металлургии, где основную поддержку оказывал спрос со стороны Китая. По нашим оценкам, это позволит компании во 2П09 увеличить выручку в 2.3 раза по сравнению с 1П09 и заработать по итогам года не менее \$74 млн чистой прибыли против убытка в 1П09.
- Большинство экспертов ожидают сохранения позитивной динамики спроса и цен на коксующийся уголь и в 2010 г. вследствие роста производства стали в Китае и постепенного восстановления российской экономики. Рыночный консенсус предполагает почти двукратный рост выручки в 2010 г. по сравнению с 2009. С учетом ожидаемого роста физического объема реализации на 10-15% и прогнозов даже умеренного (10-15%) роста цен на уголь к текущим уровням, примерно в 1.5 раза превышающим среднегодовую цену 2009 г., такая оценка представляется реалистичной.
- При этом есть риск, что ожидания, заложенные в текущий уровень рыночной капитализации угольных компаний, окажутся завышенными. Помимо ослабления спроса на их продукцию, на наш взгляд, к этому может привести и увеличение предложения со стороны угледобывающих компаний, у которых в результате кризисного спада в конце 2008 г. образовался избыток простаивающих производственных мощностей. В 2009 г. неожиданное увеличение спроса со стороны металлургов не позволило быстро задействовать эти мощности, что привело к дефициту предложения и росту цен. Однако, по мере увеличения рыночных цен, эти мощности будут все более активно задействоваться угольными компаниями, и растущий объем предложения может оказать давление на рыночные цены.
- Сравнение по финансовым мультипликаторам показывает, что по ожидаемым итогам 2009 г. акции Распадской оценены рынком весьма дорого по сравнению с российскими и зарубежными аналогами. В то же время оценка по прогнозным показателям 2010 г. еще сохраняет привлекательность по сравнению с иностранными конкурентами.
- По нашим расчетам, **справедливая стоимость акций Распадской составляет \$6.36/акцию, что предполагает 16%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене. Рекомендация «Покупать».**

Источник: РТС, ММВБ



Мы начинаем анализ акций угольных компаний с одного из лидеров отрасли - «Распадской».

### Рынок российского коксующегося угля

Россия входит в пятерку мировых лидеров по производству угля (после Китая, США, Индии и Австралии), доля мирового рынка составляет 4-5%. В то же время по запасам угля Россия находится на 2-м месте после США (19% мировых запасов). На протяжении последних нескольких лет добыча коксующихся углей в России росла (2006 г. - 70,3 млн. тонн, 2007 г. – 72,9 млн. тонн). Однако в результате мирового экономического кризиса, влияние которого начало проявляться для российских компаний с 4Q08, в 2008 г. добыча снизилась до 68.7 млн тонн (-5.7% к уровню 2007 г.). По итогам 2009 г. ожидается снижение на 16.5% - до 57.3 млн тонн.

### Крупнейшие производители коксующегося угля (по итогам 9M09)

	Млн тонн	Доля рынка, %
Южжубассуголь (Евраз)	7.7	17%
Распадская	7.2	16%
Мечел	6.5	14%
Сибуглемет	5.9	13%
Северсталь-ресурс	4.3	10%
Белон	2.7	6%
Суэк	2.7	6%
Кузбассразрезуголь	2.0	4%
Прокопьевскуголь	1.6	4%
Кузбассуголь (Arcelor)	1.2	3%
Прочие	3.4	8%

Источник – данные компаний

Данные Росстата показывают, что в феврале 2009 г. добыча угля упала до минимума с июля 2005 г., и после неуверенной попытки роста в марте вернулась к этим значениям в апреле-мае. Однако, начиная с мая, добыча угля уверенно восстанавливалась, а в ноябре впервые превысила значение аналогичного периода прошлого года. Это объясняется восстановлением спроса со стороны основных потребителей угля – металлургов и энергетиков. Однако если выплавка стали и выработка электроэнергии пока не вернулись на уровень начала 2008 г., то добыча угля полностью восстановилась. Это указывает на поддержку со стороны внешнего спроса – действительно, по данным ФТС, за январь-ноябрь Россия экспортировала 95.7 млн тонн каменного угля, что на 7% выше уровня 11 мес прошлого года. Так, один из основных мировых импортеров угля – Китай – за 10 мес 2009 г. увеличил натуральный объем импорта на 172%, при этом за указанный период из России Китай импортировал почти 10 млн тонн угля.

В 4Q09 цены на уголь весьма активно восстанавливались – так, по коксующемуся углю после провала цен в 1P09 до \$48-49/тонну среднегодовая внутренняя цена (по данным Распадской) составляет примерно \$60/тонну, а в конце 2009-январе 2010 г. внутренние цены превысили \$90/тонну. Большинство экспертов ожидает, что в 2010 г. цена на коксующийся уголь будет не ниже текущих уровней, прогнозы предусматривают ценовой диапазон в \$100-150/тонну.

Надежды на продолжение тенденции к росту объемов реализации российских угольных компаний в 2010 г. связаны как с сохранением внешнего спроса, так и с ожидаемым восстановлением российской экономики. Основным условием позитивной динамики объемов продаж является сохранение высоких темпов роста китайской экономики и действовавшего в прошлом году пакета стимулирующих мер для поддержки инфраструктуры. В то же время последние сигналы в отношении денежно-кредитной политики Китая указывают на намерение властей охладить кредитный бум, что может привести к замедлению экономического роста и спроса на сырьевые ресурсы. Однако с учетом роста ВВП страны на 10.7% в 4Q09, даже при управляемом замедлении роста экономики, например до 8% (МВФ прогнозирует в 2010 г. 10%-ный рост), и преодолении спада в развитых экономиках, внешний спрос на сырье, скорее, покажет позитивную динамику.

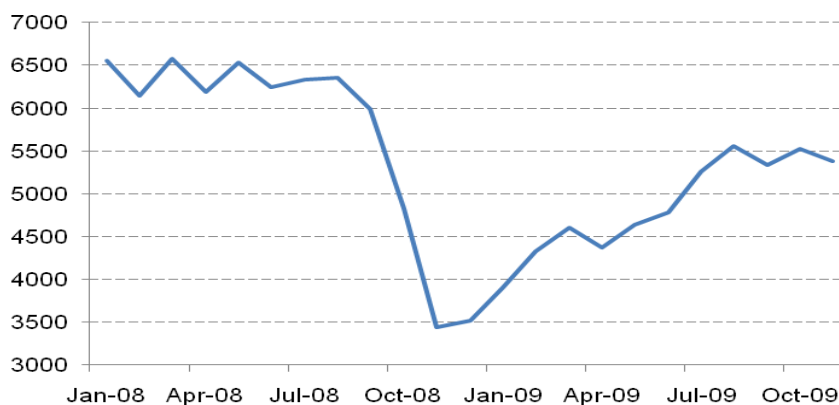
При этом есть риск, что ожидания, заложенные в текущий уровень рыночной капитализации угольных компаний, окажутся завышенными. Помимо ослабления спроса, на наш взгляд, к этому может привести и увеличение предложения со стороны угледобывающих компаний, у которых в результате кризисного спада в конце 2008 г. образовался избыток простаивающих производственных мощностей. В 2009 г. неожиданное увеличение спроса со стороны металлургов не позволило быстро задействовать эти мощности, что привело к дефициту предложения и росту цен. Однако, по мере увеличения рыночных цен, эти мощности будут все более активно задействоваться угольными компаниями, и растущий объем предложения может оказать давление на рыночные цены.

**Рис. 1 Добыча угля в РФ, млн тонн**



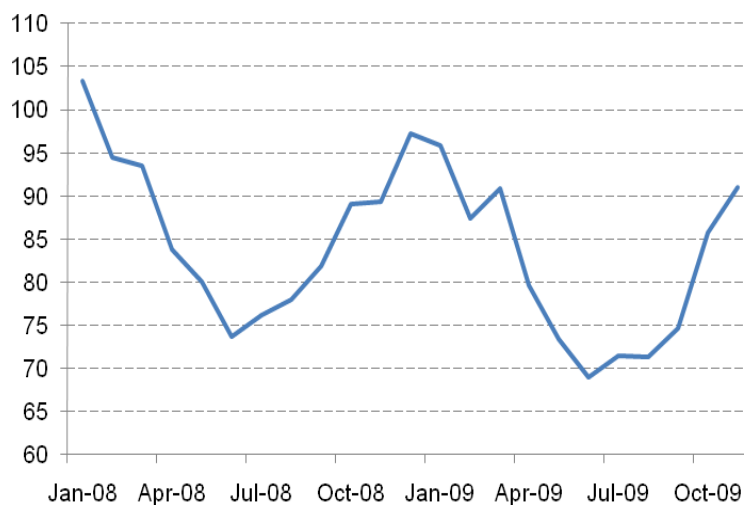
Источник – Росстат

**Рис. 2 Производство стали в РФ, тыс. тонн**



Источник – Росстат

**Рис. 3 Производство электроэнергии в РФ, млрд кВт ч**



*Источник – Росстат*

## Распадская

### Описание компании

Распадская – одна из крупнейших угольных компаний России, входит в топ-10 глобальных компаний по объемам продаж концентрата коксующегося угля. Расположена в Кемеровской области. Объединяет в себе три добывающих предприятия, одну строящуюся шахту, крупнейшую в России обогатительную фабрику, торговую компанию, а также транспортную и сервисную инфраструктуру. 100% продукции компании составляет коксующийся уголь.

Доля предприятия в общем объеме добычи коксующегося угля в России по итогам 9М09 составляет 16-17%.

По данным IMC Economic and Energy Consultants Limited (IMC), по международной методологии JORC, на 30 июня 2006 г. общий объем принадлежащих компании ресурсов составлял 1 461 млн. т, а доказанных и прогнозных запасов 781,5 млн. т.

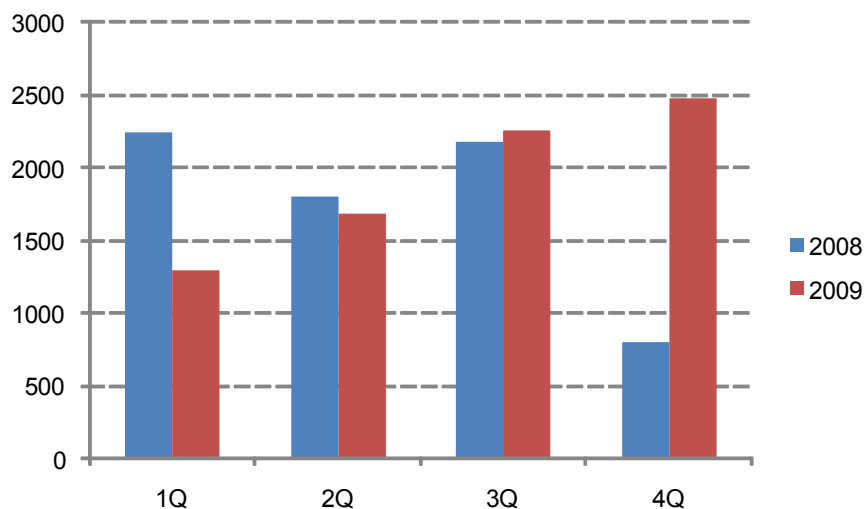
В 2009 г., начиная со 2Q, компания восстанавливала объемы добычи после спада 2008 г. По итогам года рост добычи составил 12%, а рост объемов реализации угольного концентрата – 10%. В 2010 г. компания планирует увеличение объемов реализации на 10-15%.

**Рис. 4 Объемы добычи коксующегося угля, млн тонн**



Источник – данные компании

**Рис. 5 Реализация угольного концентрата поквартально, тыс тонн**

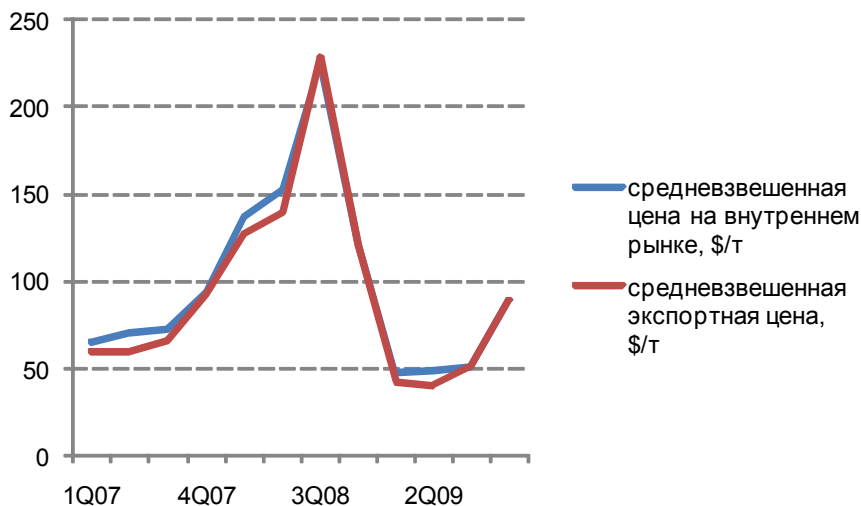


Источник – данные компании

После практически 5-кратного падения цен реализации с максимумов 3Q08, во 2По9 происходило частичное восстановление цен. По итогам года снижение среднегодовой цены реализации концентрата составляет 53%.

Компания ожидает позитивную динамику цен на угольный концентрат в 2010 году, в том числе с учетом заключения в апреле 2010 года контрактов между ключевыми международными игроками.

**Рис. 6 Цена на концентрат коксуемого угля, \$/тонну**



Источник – данные компании, оценка ИК Совлинк

## Основные потребители

По итогам 2009 г. доля экспортируемой продукции повысилась с 22% до 28%. Традиционно основной объем экспорта приходился на Украину (в 1П09 – 89% всех экспортных продаж). Небольшая доля экспорта направляется в Восточную Европу (Румыния, Венгрия, Болгария). В 2009 г., в связи со спадом производства в украинской металлургии, холдинг приступил к диверсификации поставок за счет освоения азиатских рынков. Заключены контракты с японскими, корейскими и китайскими компаниями; по итогам года доля продаж на азиатский рынок составила 38% от общего объема экспортных поставок.

В структуре продаж на внутреннем рынке преобладают поставки крупнейшим металлургическим комбинатам (ММК, Евраз, НЛМК). По итогам 1П09 доли крупнейших потребителей в общей структуре реализации Распадской распределялись следующим образом: ММК – 16%, Евраз – 14%, НЛМК – 11%, Кемерово-кокс – 10%, Мечел – 8%.

С начала 2009 года работа с основными российскими покупателями проводится компанией в рамках долгосрочных контрактов с возможностью уточнения ценовых и объемных параметров на ежеквартальной основе в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Таким образом, структура продаж компании достаточно хорошо диверсифицирована как на внутреннем, так и на внешнем рынках.

## Акционерный капитал

80% акций компании контролируются Corber Enterprises. Конечными бенефициарами являются Евраз (40%) и менеджмент Распадской (40%). Free float составляет 20% акций компании.

Акции обращаются на ММВБ и в РТС. Корпоративное управление характеризуется высоким уровнем информационной открытости – компания публикует полугодовую отчетность по МСФО.



## Финансы

\$МЛН

	1H08	1H09	2008	2009E	2010E
Выручка	607	148	1200	490	922
EBITDA	424	64	868	241	583
EBITDA margin	70%	43%	72%	49%	63%
Чистая прибыль	262	-11	531	74	378
Net margin	43%	-7%	44%	15%	41%

Источник: данные компании, Bloomberg, прогнозы ИК Совлинк

По итогам 1По9 (МСФО) выручка компании упала на 76% вследствие резкого падения объемов и цен реализации. На результатах компании негативно отразилась и отрицательная курсовая разница от ослабления рубля к доллару в размере \$23 млн (значительная часть кредитов компании номинирована в долларах, а 73% выручки формируется на внутреннем рынке в рублях). По итогам 1По9 компания получила убыток в \$11 млн, однако уже 2Q09 был прибыльным.

В результате роста объемов производства и улучшения ценовой конъюнктуры, мы ожидаем, что во 2По9 финансовые результаты будут существенно лучше, чем в 1-м. Так, отставание в выручке по итогам года может сократиться до 60%, а чистая прибыль компании ожидается не ниже \$74 млн.

Компания показывает уникально высокую как в России, так и в мире операционную рентабельность. Себестоимость производства в 1По9 составила всего \$22.2/т (без учета амортизации – 16.6) против \$28.6/т у Белона. При этом производственные издержки сократились на 45% по сравнению с 1По8.

Уровень долговой нагрузки Распадской также не вызывает опасений – по итогам 1По9 (МСФО) общий долг составлял \$354 млн, из них \$300 млн – еврооблигации с погашением в 2012 г.

Одной из ковенант, предусмотренных условиями размещения еврооблигаций, является отношение «чистый долг / EBITDA» не более 3:1 (в 1По9 показатель составил 0,4). Вторая ковенанта – отношение «Общий долг / EBITDA» также не более 3 (по итогам 1По9 – 0,7).

## SWOT-анализ

Сильные стороны, возможности	Слабые стороны, риски
Диверсифицированная клиентская база, долгосрочные контракты с основными потребителями	Риск снижения цен на коксующийся уголь
Высокое качество запасов	Риск реализации негативного сценария в отношении восстановления мировой экономики, что может привести к повторному снижению спроса на металлы и на коксующийся уголь как сырье для металлургического производства
Лучший уровень операционной рентабельности в отрасли (в России и в мире), низкие производственные издержки	Риск отрицательного влияния валютной переоценки на финансовый результат в случае резких изменений обменного курса рубля
Низкая долговая нагрузка	Техногенные и экологические риски
Высокая информационная открытость	Риски административного регулирования условий контрактов с потребителями
Ожидаемое продолжение роста производства стали в Китае и как следствие – рост спроса на коксующийся уголь. Дополнительную поддержку может оказать улучшение внутреннего спроса вследствие постепенного восстановления российской экономики	



## 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	RUSSIA	4216	44.3	11.7	9.1	4.7	2.8	2.4	18.4	7.6	50%
KUZBASSRAZREZUGOL	RUSSIA	2680	-	43.7	2.8	2.4	-	-	14.3	11.3	20%
BELON	RUSSIA	828	65.5	9.0	2.2	1.5	1.4	1.1	12.9	6.3	22%
<b>Average Russia</b>			<b>54.9</b>	<b>21.5</b>	<b>4.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	<b>15.2</b>	<b>8.4</b>	<b>31%</b>
PEABODY ENERGY CORP	US	12355	-	17.0	2.4	2.2	2.8	2.3	11.1	8.9	21%
MASSEY ENERGY CO	US	3573	36.4	18.2	1.6	1.5	2.4	2.0	8.6	6.7	18%
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	US	5477	24.8	13.9	2.1	1.6	1.9	1.5	10.3	6.0	20%
MACARTHUR COAL LTD	AUSTRALIA	2324	15.2	25.5	3.6	4.2	2.3	2.1	9.9	14.5	37%
CENTENNIAL COAL COMPANY LTD	AUSTRALIA	1283	20.2	24.0	2.0	1.9	2.0	1.8	8.0	7.8	25%
WHITEHAVEN COAL LTD	AUSTRALIA	2087	29.4	33.5	4.7	5.5	2.2	2.1	18.3	15.8	26%
<b>Average Developed Markets</b>			<b>25.2</b>	<b>22.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>11.0</b>	<b>10.0</b>	<b>25%</b>
CHINA SHENHUA ENERGY CO - H	CHINA	85903	17.7	15.2	5.2	4.4	2.9	2.5	10.5	9.0	50%
CHINA COAL ENERGY CO - H	CHINA	22080	16.8	13.4	2.6	2.2	1.9	1.7	9.9	7.6	26%
YANZHOU COAL MINING CO-H	CHINA	13032	17.0	12.4	4.2	3.2	2.1	1.8	11.3	8.1	35%
SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	CHINA	10993	27.8	18.8	6.3	4.2	5.0	4.0	16.6	10.9	38%
HENAN SHEN HUO COAL-A	CHINA	3244	32.5	17.7	3.2	2.4	4.7	3.8	15.0	10.6	23%
EXXARO RESOURCES LTD	SOUTH AFRICA	4941	15.7	12.0	3.0	2.5	2.3	1.9	14.6	10.1	20%
BUMI RESOURCES TBK PT	INDONESIA	5106	11.9	13.8	2.4	2.1	2.3	1.9	7.0	6.6	35%
<b>Average Emerging Markets</b>			<b>19.9</b>	<b>14.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>	<b>12.1</b>	<b>9.0</b>	<b>33%</b>
<b>Average International (EM 60%, DM 40%)</b>			<b>22.0</b>	<b>17.7</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>11.7</b>	<b>9.4</b>	<b>29%</b>

Источник – Bloomberg, оценки ИК Совлинк

Сравнение по финансовым мультипликаторам показывает, что по ожидаемым итогам 2009 г. акции Распадской оценены рынком весьма дорого по сравнению с российскими и зарубежными аналогами. В то же время оценка по прогнозным показателям 2010 г. еще сохраняет привлекательность по сравнению с иностранными конкурентами. На наш взгляд, при сравнительной оценке Распадской дисконт к зарубежным аналогам не требуется, поскольку уровень операционной эффективности, долговой нагрузки, корпоративного управления, информационной прозрачности не дают оснований делать скидку на специфические риски компании.

В то же время, рыночный консенсус предполагает почти двукратный рост выручки в 2010 г. по сравнению с 2009. С учетом ожидаемого роста физического объема реализации на 10-15% и прогнозов даже умеренного (10-15%) роста цен на уголь к текущим уровням, примерно в 1.5 раза превышающим среднегодовую цену 2009 г., такая оценка представляется реалистичной. Однако в случае сокращения спроса на коксующийся уголь



и/или снижения цен вследствие ухудшения ситуации в мировой экономике и изъятия избыточной ликвидности из финансовой системы, прогнозные показатели могут оказаться завышенными.

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

	P/E	EV/S	P/BV	EV/EBITDA
Расчетная рыночная капитализация компании P_RV, \$ млн	6358	2581	4037	5346
Вес показателя	0.3	0.2	0.1	0.4

Взвешивая полученные значения с указанными весами, получим итоговую расчетную справедливую стоимость компании \$4966 млн.

Справедливая стоимость компании P_tgt, \$ млн	4966
Количество акций, млн	781
Целевая цена, \$/акцию	6.36
Рыночная цена на 28.01.10, \$/акцию	5.52
Upside	16%

**Таким образом, по нашим расчетам, справедливая стоимость акций Распадской составляет \$6.36/акцию, что предполагает 16%-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.