

Коксующийся уголь России: равнение на Распадскую



Аналитическое управление

Ноябрь 2006

Кривохижин Сергей

Специальный обзор

Мы считаем, что справедливая цена акций Распадской составляет \$2,58. Мы начинаем покрытие компании с присвоения рекомендации **ПОКУПАТЬ**.

Наши рекомендации

компания	рекомендация	цель
Распадская	ПОКУПАТЬ	\$2,58
Воркутауголь	ДЕРЖАТЬ	\$191
Шахта Воргашорская	ПОКУПАТЬ	\$363
Южный Кузбасс	ПОКУПАТЬ	\$31,0
Разрез Ольжерасский	ВЫСОКИЕ РИСКИ	\$3 037
Шахта им. Кирова	ПОКУПАТЬ	\$1 686
Шахта Полосухинская	ПРОДАВАТЬ	\$1 936
Алтай-кокс	ПРОДАВАТЬ	\$0,21

Первый уголь на бирже

Распадская стала в ноябре текущего года первой угольной компанией, вышедшей на открытые рынки. Размещение прошло успешно – спрос на бумаги компании в 2,2 раза превысил предложение.

Крупнейшие в России

Распадская является крупнейшей отечественной шахтой, добывающей коксующиеся угли. Отличная ресурсная база позволяет говорить об устойчивых темпах роста добычи в долгосрочной перспективе: мы полагаем, что в ближайшие годы он составит, в среднем, 10% в год.

Качественная продукция – качественные акции

Угли Распадской марок Ж, ГЖ и ГЖО, используемых для приготовления шихты при производстве кокса, отличает высокое качество. Ввод в строй шахты Распадская-Коксовая позволит добывать самые ценные марки углей – К и КО, что обеспечит рост прибыльности и меньшую себестоимость.

Крупнейшая ресурсная база

Распадская является и лидером в стране по обеспеченности запасами и ресурсами: на текущий момент обеспеченность составляет 113 лет при текущих уровнях добычи, при этом мы не исключаем приобретение лицензий и новых месторождений.

Технологический лидер

Распадская одной из первых в стране озаботилась закупкой современного оборудования для добычи и переработки угля и сейчас по уровню технической оснащённости она является лидером в России. Современные технология позволяет добывать уголь способом КГРП (комплексами глубокой разработки пластов) – то есть, получать продукцию там, где другие отечественные компании пока бессильны.

Стабильный финансовый рост

Отличные производственные показатели гарантируют стабильный рост финансовых показателей в среднесрочной перспективе. Мы полагаем, что выручка компании к 2010 г. вырастет на 83%, EBITDA – на 69%, чистая прибыль – на 73% по сравнению с 2005 г. Мы также ожидаем сохранения стабильных показателей рентабельности: по EBITDA – на уровне 67%-68%, по чистой прибыли – 31%.

Рекомендации по конкурентам

Среди конкурентов Распадской, котирующихся в RTS Board, нам бы хотелось выделить бумаги шахты им. Кирова, обладающих огромным потенциалом роста. Кроме них, мы рекомендуем к ПОКУПКЕ акции ОАО «Южный Кузбасс» и шахты Воргашорская. Мы считаем справедливо оценёнными акции Воркутаугля, переоценёнными – шахты Полосухинской и единственного котирующегося производителя кокса в России – Алтай-кокса и обращаем внимание на высокие риски инвестирования в разрез Ольжерасский.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ЧТО ЕСТЬ УГОЛЬ.....	4
МИРОВОЙ РЫНОК КОКСУЮЩИХСЯ УГЛЕЙ И КОКСА.....	4
РЫНОК КОКСУЮЩИХСЯ УГЛЕЙ.....	4
РЫНОК КОКСА.....	5
РОССИЙСКИЙ РЫНОК КОКСУЮЩИХСЯ УГЛЕЙ И КОКСА.....	6
РЫНОК КОКСУЮЩИХСЯ УГЛЕЙ.....	6
РЫНОК КОКСА.....	8
РАСПАДСКАЯ: РОССИЙСКИЙ КОКСУЮЩИЙСЯ ЛИДЕР.....	9
ПРОИЗВОДСТВО.....	9
АКТИВЫ: КАЧЕСТВО НА ВЫСОТЕ.....	9
ЗАПАСЫ И РЕСУРСЫ: ХВАТИТ НАДОЛГО.....	10
ПОТРЕБИТЕЛИ: ВЗОРЫ НА ВОСТОК.....	10
ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ.....	11
ОЦЕНКА КОМПАНИИ.....	12
СРАВНЕНИЕ РАСПАДСКОЙ С АНАЛОГАМИ.....	13
МОДЕЛЬ DCF РАСПАДСКОЙ.....	14
ВОРКУТАУГОЛЬ.....	16
ШАХТА ВОРГАШОРСКАЯ.....	18
ЮЖНЫЙ КУЗБАСС.....	20
РАЗРЕЗ ОЛЬЖЕРАССКИЙ.....	22
ШАХТА ИМ. КИРОВА.....	24
ШАХТА ПОЛОСУХИНСКАЯ.....	26
АЛТАЙ-КОКС.....	28

Марки углей по российской классификации

Б	бурый
Д	длиннопламенный
Г	газовый
ГЖО	газовый жирный отощенный
ГЖ	газовый жирный
Ж	жирный
К	коксовый
КО	коксовый отощенный
КСН	коксовый спекающийся никзометаморфизированный
КС	коксовый слабоспекающийся
ОС	отощенный спекающийся
СС	слабоспекающийся
Т	тощий
А	антрацит

Что есть уголь

Уголь представляет собой твёрдую горячую осадочную породу, образовавшуюся преимущественно из отмерших растений и является невозполнимым ресурсом. В России различают 10 технологических марок углей в зависимости от их свойств.

Рынок угля делится, главным образом, на коксующийся и энергетический уголь. В металлургии используется коксующийся уголь. Основное его предназначение – переработка в металлургический кокс в коксовых батареях для использования в процессе восстановления металла. Перед отправкой в батарею коксующийся уголь проходит обработку на обогатительной фабрике, после чего полученный угольный концентрат поставляется в коксохимическое производство. Кокс получают либо из углей марок К, либо из смеси углей, близкой по свойствам маркам К – шихты.

Мировой рынок коксующихся углей и кокса

Рынок коксующихся углей

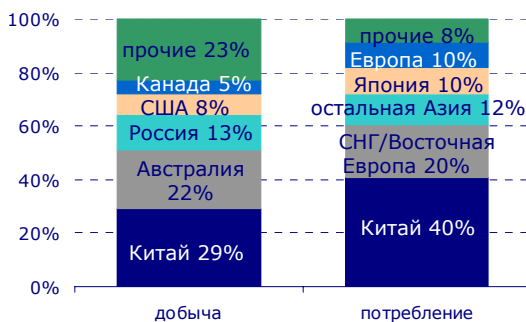
Во всём мире ежегодно добывается около 700 млн т коксующихся углей при общей добычи угля на планете 5 500 млн т. Основными странами, добывающими коксующийся уголь, являются Китай, Австралия, Россия, США и Канада. Однако в США добыча падает вследствие растущих издержек добычи. В Германии, где ещё недавно планомерно закрывались угольные шахты вследствие высоких издержек и ужесточения экологических норм, всё чаще раздаются голоса о необходимости возрождения национальной угольной отрасли на фоне высоких цен на импортные уголь и нефть.

Главными потребителями коксующегося угля выступают Китай, Япония, Россия, Индия и Украина – таким образом, часть крупнейших производителей является и основными потребителями угля для коксования.

Мировой объём торговли коксующимся углём значительно уступает рынку энергетического угля, однако и здесь прослеживается тенденция к росту. В 2004 г. объём экспортируемого угля в мире составлял 215 млн т, в 2005 г. - 219 млн, в 2006 г. ожидается, что данная цифра достигнет 235 млн. В среднем, около трети добываемого угля в мире идёт на продажу за рубеж. Среди крупнейших экспортёров сырья для металлургии значатся Австралия, США, Канада и опять же Китай. При этом около половины импорта углей коксующихся марок приходится на страны Азиатско-Тихоокеанского региона. Согласно прогнозам канадской Elk Valley Coal, импорт угля для коксования Китаем вырастет к 2015 г. на 9,9%, Индией – на 9,1%. На наш взгляд, рост импорта угля Индией будет опережать аналогичный показатель для Китая: только в 2005-06 гг. страна увеличила импорта угля для металлургических нужд на 76%. В Индии полагают, что к 2025 г. потребление коксующихся углей вырастет в 2 раза.

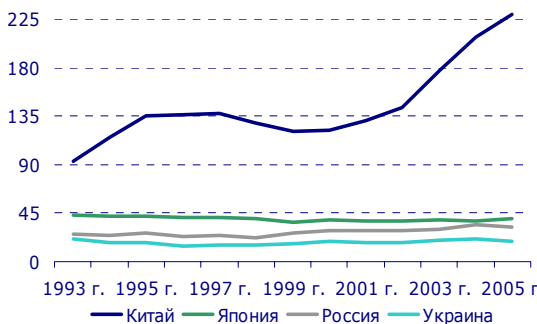
Австралия намерена увеличить своё присутствие на рынке коксующегося угля с величины экспорта в 92 млн т в 1999 г. до 155 млн т к 2010 г. Дополнительные объёмы угля предполагается получить от введения в разработку новых шахт и роста добычи на уже действующих. Пока рост экспорта ограничивается возможностями портовой и железнодорожной инфраструктуры, однако угледобытчики при поддержке федеральных и местных

Структура добычи и потребления коксующегося угля в мире в 2005 г.



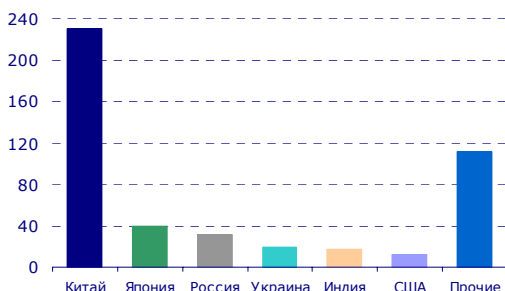
Источник: IEA

Динамика выпуска кокса крупнейшими странами-производителями, млн тонн



Источник: Уральский рынок металлов, оценка БД Открытие

Производители кокса в мире, млн т



Источник: оценка БД Открытие

органов власти намерены в ближайшие годы существенно нарастить инвестиции в расширение транспортной инфраструктуры. В частности, администрация портов штата Квинсленд в начале августа 2006 г. заявила, что через несколько лет в Австралии появится самый крупный экспортирующий уголь порт в мире.

В связи с резким ростом азиатской металлургии с конца 1990-х гг. спрос на коксующийся уголь резко вырос. Темпы роста объемов выплавки стали в Китае существенно опережали темпы роста добычи металлургического угля. Вследствие этого сократился экспорт угля из страны, а импорт вырос в 2 раза. Аналогично двигались и цены, которые в 2004 г. достигали фантастических \$150 за тонну. Однако мировые цены на коксующийся уголь в 2006 г. находятся на стабильном уровне (\$100-\$115 за тонну твердых сортов), однако в 2007 г. вероятно их снижение вследствие роста запасов у потребителей и производителей.

Рынок кокса

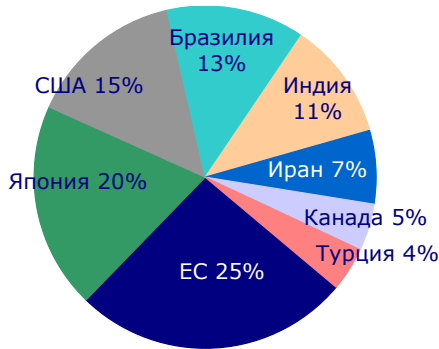
Конъюнктура мирового коксового рынка полностью зависит от ситуации на рынке стали. Объем рынка в 2005 г. в мире составил 468 млн т кокса, причём большая его часть – 53,5% - пришлось на Китай с его 269 коксохимическими заводами.

Тенденцией на рынке кокса является изношенность производственных мощностей и закрытие предприятий коксохима в западных странах вследствие негативного воздействия на экологию. Вследствие этого западные меткомбинаты вынуждены закупать кокс во всё больших количествах в развивающихся странах Азии. Особенно интенсивно дефицит кокса растёт в США и Японии. Однако и растущая металлургическая индустрия азиатских стран требует необходимых объемов кокса, вследствие чего объёмы внешней торговли им весьма ограничены: на внешний рынок поступает лишь 5% от произведённого кокса в мире. Наиболее заметным продавцом является Китай, среди стран Европы – Польша. Покупателями выступают страны ЕС, США, Бразилия, Индия. При этом помимо растущего числа покупателей из развитых стран ввиду сокращения мощностей там коксовых мощностей на рынок в качестве покупателей выходят и новые игроки из развивающихся стран. С 1998 г. в мире закрылось около 13 млн т коксовых мощностей, главным образом, в развитых странах.

Весьма напряжённо ситуация с коксом последнее время обстоит на Украине. Проблема кроется в том, что, в отличие от энергетического угля, в стране сокращается добыча коксующихся углей, из-за чего местный коксохим вынужден либо сокращать производство, либо продолжать бороться за выживание, используя менее качественные марки украинских углей. На серьёзное же техперевооружение шахт для спуска ниже под землю в поисках коксующихся углей у украинских угольщиков пока денег нет. В итоге, Авдеевский коксохимический завод закупает уголь Ростовских шахт, а меткомбинаты закупают часть кокса на российском Алтай-коксе. Ситуация для металлургов усугубляется зимой, когда львиная доля коксующихся углей распределяется в пользу энергетиков – металлургам же остаётся пускать в шихту лишь 20% углей качественных марок при обычных 80%, а необходимых для качественного кокса – более 90%. Остальные 80%, по свидетельству руководителей Мариупольского меткомбината, приходится на некий винегрет из низкокачественных марок углей, которых раньше вообще не подпускали к коксовым батареям.

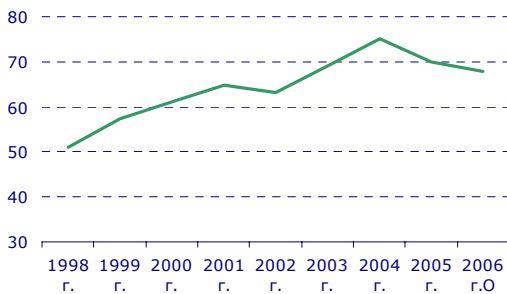
Вследствие этого в начале 2006 г. Mittal Steel-Кривой Рог (бывшая Криворожсталь) заявил о прекращении закупок украинского кокса

Структура китайского экспорта кокса в I полугодии 2006 г.



Источник: Metaltorg

Динамика добычи коксующихся углей в России, млн т



Источник: Южный Кузбасс

из-за его низкого качества и высокой цены в пользу продукции из России, Польши и Китая. Вследствие этого возникла реальная угроза не только сокращения, но и закрытия производства – к примеру, Донецккокса. В целом, по итогам 9 месяцев 2006 г. выпуск кокса на Украине снизился на 0,4% по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. и на фоне роста выплавки стали в 7,3%. В этих условиях, мы полагаем, спрос со стороны Украины на российский кокс обеспечен.

В целях снижения зависимости от кокса металлургические комбинаты, прежде всего, развитых стран, стараются активно развивать использование пылеугольного топлива (ПУТ), вдуваемого в доменные печи и снижающего расход кокса в процессе выпуска чугуна, а также применять недоменные методы восстановления железа. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе ПУТ сможет существенно потеснить кокс в процессе выплавки стали, однако считаем, что данный процесс затронет, прежде всего, высокотехнологичные комбинаты западных стран. Развивающиеся же страны по-прежнему будут ориентироваться, в основном, на кокс.

После периода рекордно высоких цен на кокс в 2004-I полугодии 2005 гг. конъюнктура данного рынка ухудшилась во II полугодии-I полугодии 2006 г. и лишь во II половине мировые цены стали демонстрировать тенденцию роста. Китайский экспорт кокса снизился в первые 6 месяцев 2006 г. на 11% до 5,46 млн тонн. Однако китайские производители прогнозируют позитивный тренд на рынке: в июле-августе 2006 г. спрос на кокс существенно вырос, средняя экспортная цена выросла со \$123 за тонну в марте до \$150 в августе. Выросло, соответственно, и внутреннее производство кокса в Китае: в июле рост составил 26% по отношению к июлю 2005 г. В целом же, за 10 месяцев 2006 г. коксохим КНР произвел 226 млн т, что на 17% больше аналогичного периода 2005 г.

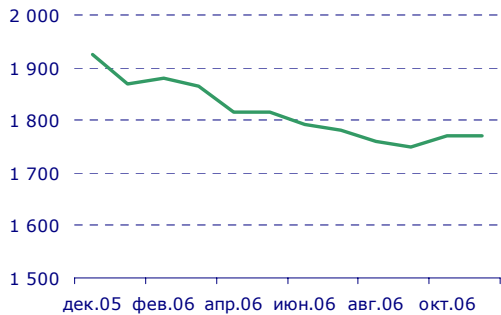
Российский рынок коксующихся углей и кокса

Рынок коксующихся углей

Россия является одним из лидеров по производству угля в мире, при этом добыча угля имеет тенденцию к росту. Производительность труда на российских угольных шахтах, по данным Распадской, за последние 10 лет выросла в 3 раза и вышла на самый высокий уровень в своей истории. Самым мощным из угледобывающих бассейнов остаётся Кузнецкий.

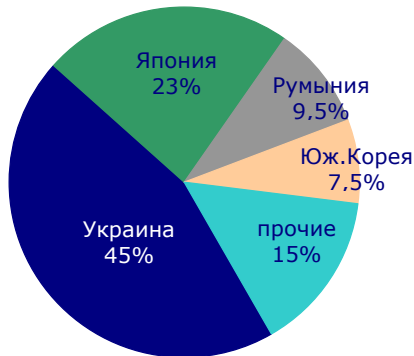
Сегодня в России добычей коксующегося угля занимается около десятка компаний, большинство которых входит в вертикально-интегрированные металлургические холдинги. Объём рынка коксующихся углей составляет около 42,5 млн т. Крупнейшими производителями сырья являются Южкузбассуголь, Распадская, Южный Кузбасс и Воркутауголь – на их долю приходится более 55% добываемого в России угля для коксования.

Средние цены на коксующиеся угли в России, руб./т



Источник: Metcoal

Страны-импортёры российского коксующегося угля



Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие

Структура российского экспорта коксующегося угля



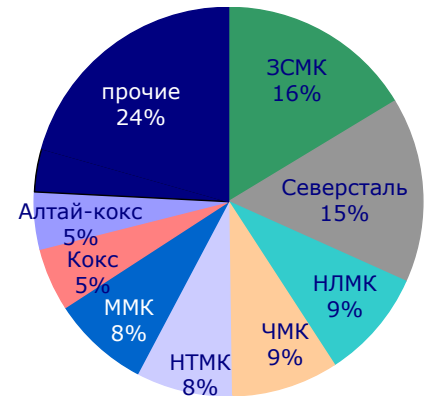
Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие

Производители коксугля в РФ



Источник: Росинформуголь

Потребители коксугля в РФ



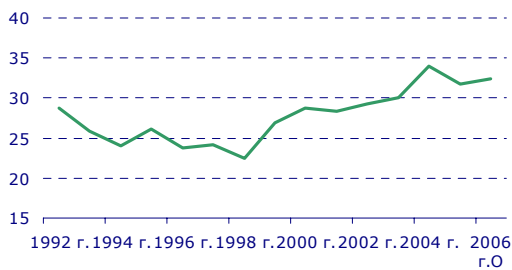
20-25% добываемого в стране коксующегося угля уходит за рубеж: в страны Юго-Восточной Азии поставляется сырьё Якутугля и Сибуглемета, других поставщиков – на Украину и в Восточную Европу. Крупнейшими экспортёрами коксующегося угля являются Якутуголь и Южный Кузбасс, причём в структуре выручке Якутугля доля экспорта доходит до 80%.

В 2005 г. в России было отмечено падение спроса на коксующиеся угли вследствие охлаждения конъюнктуры на рынке стали. В 2006 г. данная тенденция имеет своё продолжение: по итогам I полугодия года поставки коксующего угля на внутренний рынок снизились на 3,3% до 19,4 млн тонн. При этом цены за период декабрь 2005 – ноябрь 2006 гг. снизились незначительно.

На наш взгляд, в ближайшие годы добыча коксующегося угля в стране будет расти вслед за увеличением производства стальной продукции, при этом будет сохраняться повышенный спрос на ценные марки коксующихся углей.

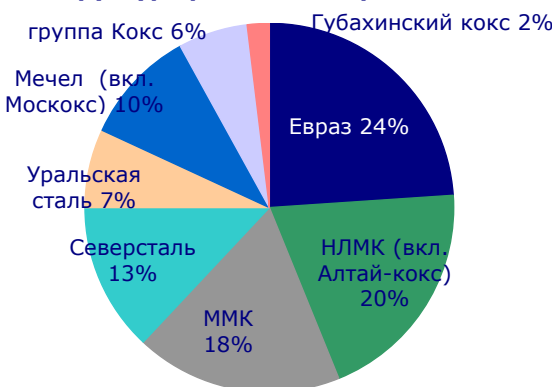
Мы также полагаем, что Россия будет наращивать своё присутствие на мировом угольном рынке, в особенности, китайском и индийском. Сейчас главной препоной отечественных угольщиков на пути к увеличению доли на мировом рынке является недостаток портовых мощностей и слабо развитая логистика. Угольные компании намерены направить значительные инвестиции в строительство новых портов и расширение мощностей старых. Между тем, бурное развитие экономик Индии и Китая, включая металлургическую сферу, испытывает недостаток в природных ресурсах, в частности, коксующегося угля. В сентябре текущего года Мечел уже заявил о желании участвовать в приватизации угольных активов в Индии и строительстве там добывающих предприятий. При этом речь идёт именно о коксующемся угле, в котором остро нуждается растущая индийская сталелитейная промышленность. Ввиду ограниченности внутреннего российского рынка, внешние рынки сбыта угля могут стать серьёзным фактором роста отечественных угольных компаний. По прогнозам Воркутагля, увеличение потребления коксующихся углей до 2010 г. составит около 30%, в то время как производства – на 50%. Прогнозируемую дельту предполагается направить как раз на экспорт. На наш взгляд, потенциал роста добычи в целях наращивания экспорта у отечественных угольщиков есть: пока на коксующиеся угли в общем угольном экспорте России приходится

Производство металлургического кокса в России, млн т



Источник: Госкомстат, оценка БД Открытие

Структура российского рынка кокса



Источник: группа Кокс

небольшая доля. В 2004 г. она составляла 15,2%, а в 2005 г. и вовсе снизилась до 12,5%.

Рынок кокса

Доля России в мировом производстве кокса составляет около 10%. В отличие от западных стран, в России выпуск кокса не сокращается, а, наоборот, увеличивается. Положительным фактором можно назвать наличие отечественной базы коксующихся углей, что обеспечивает необходимым сырьём российский коксохим.

Основной проблемой коксовых мощностей в России является их изношенность: около половины коксовых батарей выработали свой амортизационный срок, а их средний возраст составляет примерно 22 года. Несмотря на то что все коксохимические производства входят в состав металлургических холдингов, темпы обновления их производственных фондов не только не увеличились, чего можно было ожидать, но, наоборот, снизились. При этом на повестку дня ставится вопрос не о крупных инвестициях, а всего лишь о восстановительных работах и эксплуатации батарей около 40 лет.

Вместе с тем высокие цены и спрос на сталепродукцию, а вследствие этого и на кокс, последние годы позволяют надеяться на то, что в производственные фонды российской коксохимии будут направлены необходимые инвестиции. Так, во II квартале 2006 г. поставлены на разогрев блок из 12 печей мощностью 112 тыс. кокса в год на Москоксе; коксовая батарея №5 мощностью 450 тыс. кокса в год на НТМК; 20 октября текущего года пущена крупнейшая в РФ батарея №5 мощностью 1 140 тыс. на Алтай-коксе; в фазе строительства находятся батарея №2 НЛМК и батарея №3 группы Кокс.

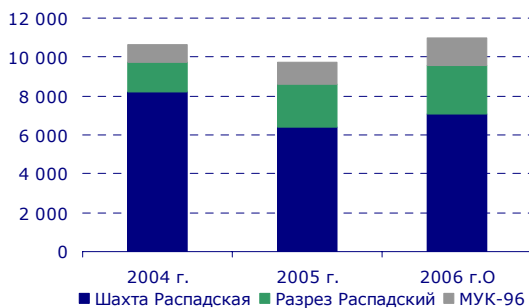
В начале 2006 г. в России существовало 3 независимых производителя кокса, из которых сейчас остался всего один – группа Кокс. Алтай-кокс был куплен НЛМК, а Москокс – Мечелом. При этом практически весь кокс, производимый в России, потребляется внутри страны. 60% экспортируемого из РФ кокса приходится на одну компанию – Алтай-кокс, доля экспорта в выручке у которого составляет 70%. Все остальные коксохимические предприятия, как правило, удовлетворяют нужды отечественных меткомбинатов, прежде всего, тех, в состав которых они входят.

Мы полагаем, что настоящая структура коксохимического рынка в РФ сохранится в обозримом будущем и серьёзных изменений в ней не ожидаем. При этом производство кокса будет определяться, прежде всего, потребностями отечественных меткомбинатов и лишь небольшая его часть отправляться за рубеж. К примеру, в ноябре 2006 г. НКМК вывел из эксплуатации одну из батарей, аргументируя это необходимостью обеспечения баланса производства чугуна и кокса и достаточностью для производственного процесса двух батарей. В целом, основная часть российского коксохимика сегодня так и работает и лишь Алтай-кокс несколько выбивается из общей тенденции, выступая крупным экспортёром. На экспортных же рынках, на наш взгляд, российский кокс сумел занять своё место под солнцем и можно ожидать лишь улучшения его позиций.

Тикер в РТС	RASP
Количество АО, млн	872
Текущая цена, \$	1,96
Справедливая цена, \$	2,48
Капитализация, \$млн	1 709
EV, \$млн	2 155

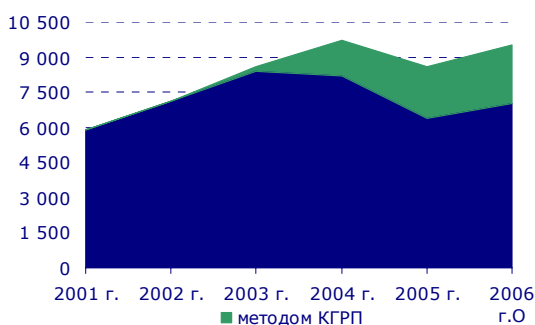
Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Динамика добычи шахт Распадской, тыс. т



Источник: компания, оценка БД Открытие

Динамика добычи Распадской, включая метод комплексами глубокой разработки пластов (КГРП), тыс. т



Источник: компания

Распадская: российский коксующийся лидер

Распадская осуществляет свою деятельность в Кемеровской области на территории Кузнецкого угольного бассейна, на который приходится 83% добычи коксующихся углей в России. В 1991 г. шахта Распадская была приватизирована и преобразована в ЗАО «Распадская». В 1994 г. шахта обрела своих нынешних руководителей во главе с гендиректором Г. Козовым. В ноябре 2006 г. Распадская провела IPO – спрос на бумаги компании превысил предложение в 2 раза. Сейчас ОАО «Распадская» на 80% принадлежит компании Corber Enterprises, которую на паритетных началах контролируют офшоры, принадлежащие группе Евраз и менеджменту Распадской – гендиректору Г. Козовому и председателю совета директоров А. Вагину.

Производство

Распадская демонстрирует достаточно стабильный уровень добычи на протяжении последних лет. В 2005 г. падение добычи на основной шахте компании было связано с пожаром на ней. В 2006 г. наиболее динамично растёт добыча на разрезе Распадском. Ощутимого прироста добычи следует ждать после 2008 г., когда начнётся разработка шахты Распадская-Коксовая.

Активы: качество на высоте

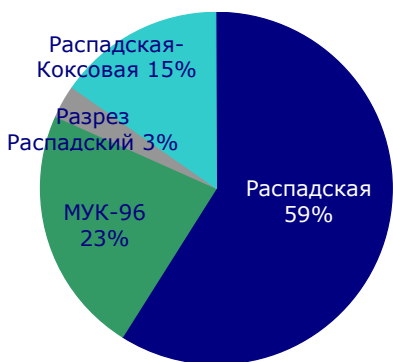
Распадская. Шахта Распадская, сданная в эксплуатацию в 1973 г., является основным добывающим активом компании с годовой добычей в 8 млн т угля марки ГЖ. Отрабатывая 4 лавы, шахта является крупнейшей подземной шахтой в России. Среди российских аналогов шахту выделяет используемое ею современное оборудование известной фирмы Joy Mining. При этом комплексы Joy были приобретены компанией ещё в 1998-2002 гг., а многие конкуренты Распадской начали закупать либо лишь планируют закупать их только сейчас. Современное оборудование позволяет вести разработку глубоких пластов, получая продукцию и прибыль там, где конкуренты бессильны. Отметим, что доля разработки глубоких пластов в общей добычи Распадской год от года растёт.

МУК-96. Шахта МУК-96, приобретённая Распадской в сентябре 2006 г., обладает мощностью по добыче около 1 млн т угля в год, а общие запасы составляют 311 млн т. В настоящее время ведутся работы по увеличению производственной мощности до 3 млн т к 2010 г. МУК – шахта с самой низкой себестоимостью на тонну добываемой продукции – \$10,4 за тонну при \$11,2 у разреза Распадского и \$12,9 у шахты Распадской. Прежде всего, это связано с тем, что добыча на шахте началась относительно недавно, ведётся в верхних пластах и поэтому малозатратна.

Распадская-Коксовая. Данное предприятие находится в стадии строительства с проектной мощностью по добыче до 3 млн т угля в год. Первый уголь предполагается добыть в 2008 г. На наш взгляд, наряду с шахтой Распадской – это самый ценный актив в компании, ибо, в отличие от остальных её шахт, добывающих угли марки Ж, ГЖ ГЖО (полутвёрдые), Распадская-Коксовая будет добывать самый дефицитный коксующийся уголь – марок К и КО (твёрдые), без которого невозможно приготовление коксовой шихты.

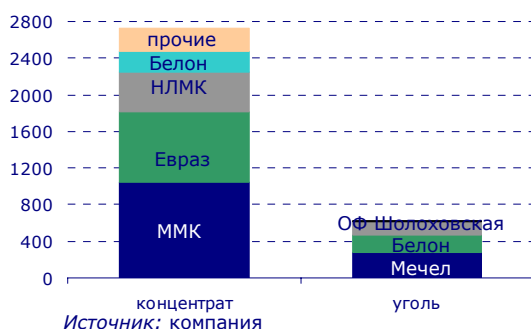
Разрез Распадский. Данная шахта открытой добычи создана для отработки запасов угля, добыча которых в России признана неэффективной либо вовсе невозможной. Разработка данных

Ресурсы и резервы шахт Распадской



Источник: компания

Поставки Распадской на внутренний рынок за I полугодие 2006 г., тыс. т



Источник: компания

запасов стала возможна благодаря внедрению системы глубокой разработки пластов – впервые в России. Разрез ведёт добычу на 2 участках горного отвода шахты Распадская, его мощность составит 3 млн т угля в год с 2007 г. Ещё 2 участка готовятся к разработке.

Помимо указанных добывающих активов, Распадской принадлежит одноимённая обогатительная фабрика и 5 предприятий транспортной и производственной инфраструктуры, включая уникальное в России Ольжерасское шахтопроходческое управление.

Запасы и ресурсы: хватит надолго

По данным на июнь 2006 г., общие запасы Распадской по международным стандартам JORC составили 782 млн т при общих ресурсах в 1 461 млн т. При этом структуру запасов компании отличают высокое качество угля, а извлекаемые запасы уже сегодня способны обеспечить работу Распадской на 113 лет. Наиболее ценные марки углей сосредоточены на шахте Распадская-Коксовая, а по общему объёму ресурсов и резервов основной шахтой и впредь будет оставаться Распадская.

Ресурсы и резервы шахт Распадской по стандартам JORC, млн т

шахта	ресурсы, млн т	резервы, млн т	марки углей
Распадская	867,4	450,8	Ж, ГЖ
МУК-96	311,2	202,7	ГЖО
Разрез Распадский	39,7	27,2	К,КО
Распадская Коксовая	242,6	100,8	ГЖ, ГЖО
Всего	1 460,9	781,5	

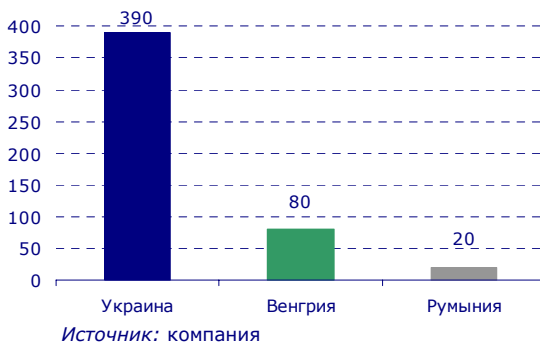
Источник: компания

Потребители: взоры на Восток

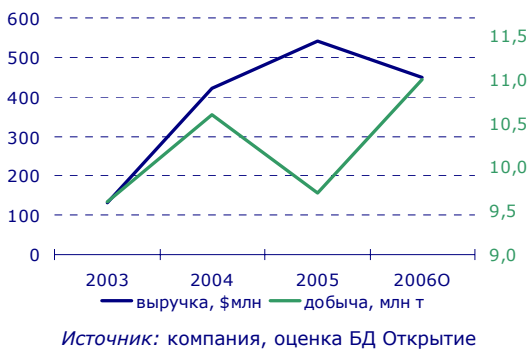
Внутренний рынок. В России основными потребителями угольного концентрата Распадской являются НЛМК, ММК и Евраз, а также коксохимические предприятия Алтай-кокс, Кемерово-кокс и Губахинский кокс. БОльшая часть отгружаемой продукции представляет собой угольный концентрат – продукт более высокой степени переработки с БОльшей добавочной стоимостью. Данный факт является, несомненно, плюсом компании. При этом доля концентрата в выручке год от года растёт: в 2004 г. она составляла 67%, в 2005 г. – 74%, а в I полугодии 2006 г. – 83% при 17%, приходящихся на уголь. К минусам можно отнести то, что состав покупателей концентрата Распадской недостаточно диверсифицирован: на 3 металлургических холдинга – ММК, НЛМК и Евраз – приходится более 80% отгружаемого на внутренний рынок концентрата. На наш взгляд, это представляет дополнительные риски для компании.

Экспорт. На экспорт Распадская отправляет пока не очень большую долю добываемого угля – на него приходится 20%-25% всех поставок продукции компании. Внешнеторговыми партнёрами на сегодняшний день выступают Украина, Румыния и Венгрия. При этом угольный концентрат Распадской поставляется на Украину, в Венгрию и Румынию, а уголь идёт только на Украину. Позитивным моментом является то, что объём вывоза угля незначителен по

Экспорт угольного концентрата Распадской за I полугодие 2006 г.



Динамика добычи (правая колонка) и выручки (левая колонка) Распадской



сравнению с вывозом концентрата. Так, за 6 месяцев 2006 г. на Украину было поставлено всего 30 тыс. угля при 390 тыс. концентрата. Общий экспорт концентрата за данный период составил при этом 490 тыс. т. Однако целью компании является выход на более перспективные рынки Азии, главным образом, Индии, Японии и Южной Кореи. Мы полагаем, что приоритет и здесь будет отдаваться поставкам не угля, а концентрата. Основными конкурентами Распадской на рынках Азии рассматриваются угледобытчики Китая и Австралии.

Финансовое состояние

Финансовое состояние компании на сегодняшний день является устойчивым. Если говорить о показателях прибыли и выручки, то следует отметить их высокие уровни на протяжении последних 3 лет. Основным драйвером роста стала удачная конъюнктура на рынке коксующегося угля в России и мире и высокие цены на него. Однако стоит обратить внимание и на заботу менеджмента о снижении издержек и внедрении современной техники в производственный процесс, позволяющей получать дополнительные прибыли.

Величина задолженности, с одной стороны, превышает выручку, что говорит о дополнительных рисках. Вместе с тем доля обязательств в валюте баланса (46%) и отношение долг/EBITDA (2,6 раза) составляют приемлемую величину.

Мы полагаем, что финансовое состояние Распадской будет и впредь устойчивым, несмотря на снижение цен на коксующийся уголь в мире: производство и потребление стали растут, что говорит о том, что продукция компании по-прежнему будет востребована на рынке. Компании хорошо удаётся контролировать рост производственных издержек, благодаря использованию современных мощностей. Вместе с тем опережающими темпами у Распадской растут издержки на заработную плату. В 2004 г. они увеличились на 18%, в 2005 г. – на 20%. Однако рост зарплат в Кузбасском регионе наблюдается у всех угледобывающих компаний, поэтому Распадской в целях удержания квалифицированных кадров приходится следовать в русле общей тенденции.

Распадская пока только один раз выплачивала дивиденды – по итогам 2005 г. (в размере \$97 млн), однако в дальнейшем компания намерена делать это на регулярной основе из расчёта 25% чистой прибыли по МСФО.

Оценка компании

DCF

Наша модель денежных потоков по Распадской основывается на ряде допущений по отрасли в целом и компании в частности. Так, мы полагаем, что после нескольких лет сильных колебаний цен рынок коксующегося угля вступил в достаточно спокойную фазу. Мы допускаем снижение либо рост стоимости основных марок углей для коксования, однако считаем, что период резких колебаний прошёл. К слову, несмотря на колебания цен на уголь для металлургии, темпы роста его добычи сохранялись последние годы на стабильных уровнях – около 5% в год. Мы прогнозируем аналогичный рост до 2010 г. Мы также считаем, что прошёл и период дешёвого коксующегося угля: производство стали в среднесрочной перспективе будет расти (пусть и не опережающими темпами, как

это случилось в 2004 г.), что потребует дополнительных объёмов кокса и коксующегося угля. С нашей точки зрения, средняя цена за тонну твёрдых сортов угля в мире в ближайшие годы будет колебаться в промежутке \$100-115. Мы считаем, что настоящее равновесие между коксом и пылеугольным топливом в качестве энергетического сырья для производства стали сохранится на текущих уровнях – в пропорции примерно 68:32 в пользу кокса. В частности, развивающиеся страны, на которые теперь приходится большая часть выплавки стали в мире, не торопятся переводить свои сталелитейные мощности на пылеугольное топливо и отказываться от кокса.

Мы полагаем, что в России добыча угля для металлургии будет расти меньшими по сравнению с остальным миром темпами вслед за ростом производства стали, которые вряд ли превысят темпы роста ВВП. Мы прогнозируем, что средние значения увеличения добычи угля составят 3% в год. При этом производство кокса, на наш взгляд, будет отставать от темпов добычи угля (примерно на 1%-1,5%) вследствие больших возможностей угледобытчиков по экспорту своей продукции. С нашей точки зрения, экспорт способен дать дополнительные возможности отечественным угледобывающим компаниям, однако в большинстве своём тем, кто добывает качественные марки угля.

Вместе с тем мы отмечаем, что добыча на Распадской будет опережать среднероссийские темпы роста добычи углей для коксования. Причины этому мы видим 3: высокое качество углей, низкая по сравнению с конкурентами себестоимость добычи и агрессивная политика по завоеванию внешних рынков. Значимого прироста добычи Распадской следует ожидать с 2008 г., когда войдёт в строй шахта Распадская-Коксовая. До этого времени высокими темпами будет расти добыча на основной шахте – Распадской, а также на МУК-96, где она началась недавно и имеет хороший потенциал для увеличения. Менеджмент компании намерен в скором времени выйти на перспективные азиатские рынки углей для металлургии. Особенно в этой связи следует отметить возможности Индии, где история с темпами роста выплавки стали начинает повторять происходящее с Китаем. В то же время возможности собственной добычи коксующихся углей на Индостане чрезвычайно ограничены, к тому же значительная их доля забирается для нужд энергетики. В этой связи мы считаем Индию наиболее перспективным рынком для сбыта продукции Распадской.

Метод аналогов: на текущих уровнях

В качестве аналогов для Распадской и её конкурентов в России мы отобрали мировые компании, у которых добыча углей для нужд металлургии занимает доминирующие позиции в общей добыче угля по сравнению с энергетическим. Сравнение Распадской с аналогами говорит в пользу того, что сейчас компания оценена рынком справедливо – исходя из данного метода оценки, цена одной акции Распадской составляет \$1,93. При этом 2 коэффициента находятся на кардинально разных полюсах: EV/S даёт переоценку в 88%, в то время как EV/Запасы и ресурсы – недооценку в 66%.

Оценивая компанию, мы скорректировали стоимость по DCF модели на стоимость, полученную в результате сравнения с аналогами. Финальная оценка акции Распадской, в итоге, составила \$2,58.

Сравнение Распадской с аналогами

компания	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/Добыча	EV/Запасы и ресурсы
Alpha natural resources	0,91	10,15	46,01	3,40	843,62	2,95
Austral coal	2,74	17,07	34,90	2,89	158,22	1,14
Centennial coal	2,04	11,02	45,70	0,92	71,82	0,32
Fording Canadian coal	2,01	4,54	4,29	8,46	205,70	0,67
Gloucester coal	1,95	5,18	7,96	4,97	138,73	11,30
Cailuan clean coal	1,78	7,21	9,61	1,61	83,93	
Macarthur coal	1,26	3,00	5,44	2,08	102,10	0,30
Pine valley mining	1,44	16,11	21,73	0,27	139,00	0,002
Resource pacific	4,35	-57,49	-74,43	1,43	316,37	0,57
Rocklands richfield	0,00	0,00	-17,28	1,69		0,02
Western Canadian coal	6,20	126,03	20,97	0,98	448,44	1,61
Среднее по мировым аналогам	2,24	8,17	21,84	2,61	250,79	1,89
Воркутауголь	2,56	8,40	25,81	4,00	188,30	2,60
Шахта Воргашорская	3,48	15,53	-3,77	0,42	71,30	1,51
Южный Кузбасс	2,58	8,53	19,98	3,91	110,51	0,69
Разрез Ольжерасский	1,64	4,14	3,38	1,38	40,41	0,06
Шахта им. Кирова	2,46	4,96	6,76	2,45	56,19	0,12
Шахта Полосухинская	7,43	25,47	49,95	13,37	201,33	4,75
Среднее по российским аналогам	2,86	9,67	12,19	2,76	111,34	1,29
Среднее по аналогам	2,55	8,92	17,02	2,69	181,07	1,59
Распадская	4,79	8,29	12,99	2,16	205,21	0,96
Премия (дисконт) к аналогам	88%	(8%)	(31%)	(25%)	12%	(66%)

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

Модель DCF Распадской

Прогноз отчёта о прибыли и убытках

млн, если не указано другое	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Глобальные допущения									
добыча коксующегося угля в мире, млн т	600	633	665	698	733	769	808	848	882
темпы роста добычи в мире, %	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%
средняя цена на коксующийся уголь в мире, \$/т	60	115	110	100	110	105	100	100	100
производство кокса в мире, млн т	410	468	520	562	601	631	663	689	717
темпы роста производства в мире	9%	14%	11%	8%	7%	5%	5%	4%	4%
Допущения по РФ									
курс руб./\$	28,81	28,31	26,80	26,40	26,30	27,00	27,65	27,50	27,00
добыча коксующегося угля в РФ, млн т	75,1	69,9	67,8	70,0	72,1	74,3	76,5	78,0	79,6
темпы роста добычи в РФ, %	9,0%	-6,9%	-3,0%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%
средняя цена коксующегося угля в РФ, руб./т	1 450	2 200	1 830	2 000	1 800	2 100	2 000	2 000	1 800
производство кокса в РФ, млн т	34,0	31,7	32,4	33,1	33,6	34,2	34,8	35,4	36,0
темпы роста производства кокса в РФ, %	13,0%	-7,3%	2,2%	2,1%	1,5%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Допущения по Распадской									
добыча угля Распадской, млн т	10,6	9,7	11,0	12,1	14,9	17,6	17,7	17,7	17,7
темпы добычи Распадской, %	11%	-9%	12%	9%	19%	15%	1%	0%	0%
добыча на шахте Распадская, млн т	8,2	6,4	7,1	7,4	8,1	8,2	8,2	8,2	8,2
добыча на шахте МУК-96, млн т	0,9	1,1	1,5	1,9	2,5	3,1	3,2	3,2	3,2
добыча на разрезе Распадском, млн т	1,5	2,2	2,5	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
добыча на шахте Распадская-Коксовая, млн т	0	0	0	0	1,2	3,1	3,1	3,1	3,1
доля в добыче коксующихся углей в РФ, %	14%	14%	16%	17%	21%	24%	23%	23%	22%
выручка	421	541	450	549	680	896	844	848	785
себестоимость	211	259	220	263	326	421	396	399	385
валовая прибыль	210	289	230	285	353	475	447	405	401
валовая рентабельность, %	50%	53%	51%	52%	52%	53%	53%	53%	51%
ЕБИТДА	279	365	265	366	453	606	570	574	515
рентабельность по ЕБИТДА	66%	67%	59%	67%	67%	68%	68%	68%	66%
операционная прибыль	179	235	180	234	290	391	368	370	327
прибыль до налогообложения	174	229	169	222	275	371	349	351	310
чистая прибыль	128	165	128	169	209	282	265	267	235
рентабельность чистой прибыли	30%	31%	28%	31%	31%	31%	31%	31%	30%

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Прогнозный баланс¹

млн \$	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Активы	1 355	1 362	1 751	1 673	2 013	2 544	2 622	2 761	2 889
необоротные активы	1 209	1 213	1 325	1 372	1 699	2 240	2 109	2 190	2 261
оборотные активы	146	149	326	301	314	304	513	570	628
Пассивы	1 355	1 362	1 751	1 673	2 013	2 544	2 622	2 761	2 889
собственный капитал	698	708	841	1 015	1 231	1 523	1 686	1 853	2 088
долгосрочные обязательства	594	256	570	258	319	394	363	348	314
краткосрочные обязательства	63	398	340	401	463	627	574	560	487

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Прогноз отчёта о движении денежных средств

млн \$	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
денежные средства от операционной деятельности	341	229	281	363	411	397	378
денежные средства от инвестиционной деятельности	(91)	(116)	(144)	(193)	(174)	(175)	(154)

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Денежные потоки компании

млн \$	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
ЕБИТ	179	235	180	234	290	391	370	327	329
NOPLAT	33	41	54	49	61	87	82	64	65
free cash flow			250	113	137	169	222	224	207

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Расчёт ставки дисконтирования (WACC)

расчёт Бета	
отраслевая Бета	1,49
Бета	1,82
расчёт WACC	
CAPM (ставка диск-я для собственного капитала)	19%
стоимость долга	10%
WACC	14%

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Расчёт стоимости компании

темпы роста в п/п, %	0%
стоимость в п/п, млн \$	1 528
сумма ДДП, млн \$	1 459
фактор стоимости в п/п	2,58
диск-я стоимость в п/п, млн \$	646
стоимость компании, млн \$	2 105
цена акции, \$	2,69

Источник: компания, расчёты БД Открытие

¹ Наша оценка стоимости компании основывается на Pro-Forma консолидированной финансовой отчётности, включающей шахты Распадская и МУК-96 и разрез Распадский. При этом в Pro-Forma отсутствует консолидированный отчёт о движении денежных средств.

ДЗО Северстали

Тикер в РТС	voug/vougr
Количество АО, тыс.	2 452,8
Количество АП, тыс.	915,4
Текущая цена, \$	222
Справедливая цена, \$	191
Капитализация, \$млн	545
EV, \$млн	1 135

Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Структура акционеров

Металлургический КБ	89,5%
ДКК	9,05%
Прочие	1,45%

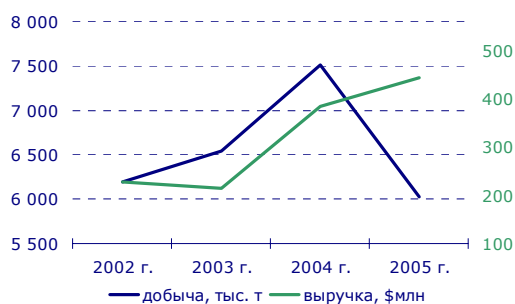
Источник: компания

Финансовые коэффициенты, 2005

EV/S	2,56
EV/EBITDA	8,40
P/E	25,81
P/BV	4,00
P/Добыча	188,30
P/Запасы	2,60
EPS, \$	8,6

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Динамика добычи (левая колонка) и выручки (правая колонка) Воркутаугля



Источник: компания, Интерфакс

Воркутауголь

Воркутауголь был образован в 1934 г., а в 2003 г. его приобрела Северсталь. Компания добывает коксующийся уголь марки Ж, часть которого используется в качестве энергетического угля. Воркутауголь объединяет 7 угледобывающих предприятий (шахты Северная, Воркутинская, Комсомольская, Заполярная, Аяч-Яга) и Печорскую обогатительную фабрику, которые ведут деятельность на Печорском угольном бассейне Воркутинского геолого-промышленного района, располагающего самыми большими запасами каменного угля (около 4 млрд т) в Европе. Балансовые запасы шахт Воркутаугля категорий А+В+С1 составляют 436,7 млн т угля.

Основная доля выручка компании приходится на коксующийся уголь – доля энергетического угля в выручке составляет около 8%. Большую часть своей продукции Воркутауголь реализует посредникам Северстали – Торговому дому «Северный Кузбасс» и Северной Горной Компании. Прямые поставки меткомбинатам осуществляются в адрес материнской Северстали, Магнитогорского и Новолипецкого меткомбинатов.

Основной задачей Воркутаугля на ближайшие годы является модернизация основных средств, закупка новой техники – компания отстаёт по основным хозяйственным показателям от конкурентов с Кузбасса. Предполагается также увеличить объёмы и глубину переработки выпускаемого концентрата.

Сравнительный анализ

Сравнение с компаниями-аналогами показывает, что Воркутауголь переоценён по 4 из 6 выбранных нами коэффициентов. Тем не менее, бумаги компании находятся в коридоре, в рамках которого мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ их. Справедливая цена акций Воркутаугля составляет, по нашему мнению, \$191.

Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/S	10%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/EBITDA	5%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/E	(38%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/BV	(39%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/Добыча	(3%)
Потенциал роста (снижения) по EV/Запасы и ресурсы	(44%)

Сравнение Воркутаугля с аналогами

компания	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/Добыча	EV/Запасы и ресурсы
Alpha natural resources	0,91	10,15	46,01	3,40	843,62	2,95
Austral coal	2,74	17,07	34,90	2,89	158,22	1,14
Centennial coal	2,04	11,02	45,70	0,92	71,82	0,32
Fording Canadian coal	2,01	4,54	4,29	8,46	205,70	0,67
Gloucester coal	1,95	5,18	7,96	4,97	138,73	11,30
Cailuan clean coal	1,78	7,21	9,61	1,61	83,93	
Macarthur coal	1,26	3,00	5,44	2,08	102,10	0,30
Pine valley mining	1,44	16,11	21,73	0,27	139,00	0,002
Resource pacific	4,35	-57,49	-74,43	1,43	316,37	0,57
Rocklands richfield	0,00	0,00	-17,28	1,69		0,02
Western Canadian coal	6,20	126,03	20,97	0,98	448,44	1,61
Среднее по мировым аналогам	2,24	8,17	21,84	2,61	250,79	1,89
Распадская	4,79	8,29	12,99	2,16	205,21	0,96
Шахта Воргашорская	3,48	15,53	-3,77	0,42	71,30	1,51
Южный Кузбасс	2,58	8,53	19,98	3,91	110,51	0,69
Разрез Ольжерасский	1,64	4,14	3,38	1,38	40,41	0,06
Шахта им. Кирова	2,46	4,96	6,76	2,45	56,19	0,12
Шахта Полосухинская	7,43	25,47	49,95	13,37	201,33	4,75
Среднее по российским аналогам	3,40	9,49	10,05	2,28	114,16	1,02
Среднее по аналогам	2,82	8,83	15,95	2,45	182,48	1,46
Воркутауголь	2,56	8,40	25,81	4,00	188,30	2,60
Премия (дисконт) к аналогам	(10%)	(5%)	38%	39%	3%	44%

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

ДЗО Северстали

Тикер в РТС	vorg/vorgp
Количество АО, тыс.	172,9
Количество АП, тыс.	57,6
Текущая цена, \$	220
Справедливая цена, \$	363
Капитализация, \$млн	38
EV, \$млн	214

Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Структура акционеров

Металлургический КБ	56,8%
МинИмущество Респ. Коми	9,0%
Прочие	34,2%

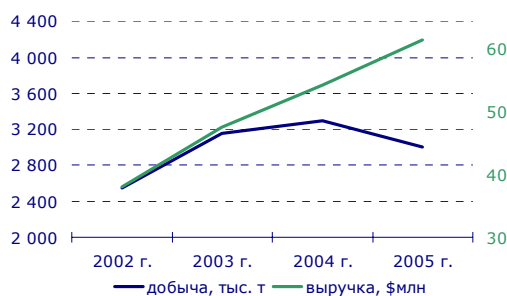
Источник: компания

Финансовые коэффициенты, 2005

EV/S	3,48
EV/EBITDA	15,53
P/E	-3,77
P/BV	0,42
P/Добыча	71,30
P/Запасы	1,51
EPS, \$	-57,8

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Динамика добычи (левая колонка) и выручки (правая колонка) Воргашорской



Источник: компания, Интерфакс

Шахта Воргашорская

Действующая с 1975 г. шахта Воргашорская располагается в республике Коми, осуществляя деятельность в Печорском угольном бассейне на Воргашорском месторождении в непосредственной близости от Воркутаугля, также входящего в Северсталь. Весь добываемый уголь Воргашорская реализует Воркутауглю. Шахта считается самой крупной в Европе.

Добываемый на Воргашорской уголь относится к марке ГЖО (газовый жирный отощённый), который иногда называют «полукоксующимся» углём. Вследствие этого уголь марки ГЖО могут применять как для коксования, так и в энергетике. Северсталь использует угли Воргашорской в зависимости от рыночной конъюнктуры. В частности, при дефиците и высоких ценах на коксующиеся угли в 2004 г. 80% воргашорских углей ушли в металлургическое производство, сейчас основной акцент сделан на «энергетической составляющей». В частности, осуществляется экспорт углей Воргашоры в Северную Европу для использования в качестве сырья для электростанций.

В конце 2003 г. Северсталь получила контроль над Воргашорской, находившейся на грани банкротства. Компания Алексея Мордашова обязалась выплатить все долги шахты. Однако Воргашора продолжала оставаться убыточной вплоть до 2005 г., хотя именно в прошлом году впервые за несколько лет она показала положительную операционную рентабельность. Вместе с тем рентабельность по чистой прибыли ухудшилась, отрицательный результат которой увеличился с -12% в 2004 г. до 16% в 2005 г. Тем не менее, мы полагаем, что процесс реструктуризации на шахте вскоре приведёт к тому, что она выйдет в прибыль, поскольку все предпосылки к тому есть – уголь ГЖО востребован как на внутреннем, так и на внешнем рынке.

Сравнительный анализ

Воргашорская на протяжении последних лет показывает чистый убыток, вследствие чего коэффициент P/E демонстрирует отрицательную величину. Компания переоценена по коэффициентам EV/S и EV/EBITDA, однако по остальным наблюдается недооценка. Даже несмотря на дисконт, связанный с отрицательным значением P/E, мы рекомендуем акции Воргашорской к ПОКУПКЕ, считая их справедливой ценой за штуку \$363.

Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/S	(21%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/EBITDA	(51%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/E	-
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/BV	555%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/Добыча	170%
Потенциал роста (снижения) по EV/Запасы и ресурсы	3%

Сравнение Шахты Воргашорской с аналогами

компания	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/Добыча	EV/Запасы и ресурсы
Alpha natural resources	0,91	10,15	46,01	3,40	843,62	2,95
Austral coal	2,74	17,07	34,90	2,89	158,22	1,14
Centennial coal	2,04	11,02	45,70	0,92	71,82	0,32
Fording Canadian coal	2,01	4,54	4,29	8,46	205,70	0,67
Gloucester coal	1,95	5,18	7,96	4,97	138,73	11,30
Cailuan clean coal	1,78	7,21	9,61	1,61	83,93	
Macarthur coal	1,26	3,00	5,44	2,08	102,10	0,30
Pine valley mining	1,44	16,11	21,73	0,27	139,00	0,002
Resource pacific	4,35	-57,49	-74,43	1,43	316,37	0,57
Rocklands richfield	0,00	0,00	-17,28	1,69		0,02
Western Canadian coal	6,20	126,03	20,97	0,98	448,44	1,61
Среднее по мировым аналогам	2,24	8,17	21,84	2,61	250,79	1,89
Распадская	4,79	8,29	12,99	2,16	205,21	0,96
Воркутауголь	2,56	8,40	25,81	4,00	188,30	2,60
Южный Кузбасс	2,58	8,53	19,98	3,91	110,51	0,69
Разрез Ольжерасский	1,64	4,14	3,38	1,38	40,41	0,06
Шахта им. Кирова	2,46	4,96	6,76	2,45	56,19	0,12
Шахта Полосухинская	7,43	25,47	49,95	13,37	201,33	4,75
Среднее по российским аналогам	3,24	7,13	16,31	2,88	133,66	1,20
Среднее по аналогам	2,74	7,65	19,08	2,75	192,23	1,55
Шахта Воргашорская	3,48	15,53	-3,77	0,42	71,30	1,51
Премия (дисконт) к аналогам	21%	51%	-	(555%)	(170%)	(3%)

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

ДЗО Мечела

Тикер в РТС	ukuz
Количество АО, млн	47,4
Текущая цена, \$	23,65
Справедливая цена, \$	31,00
Капитализация, \$млн	1 121
EV, \$млн	1 729

Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Структура акционеров

Мечел	70,8%
Южный Кузбасс	24,4%
Прочие	4,8%

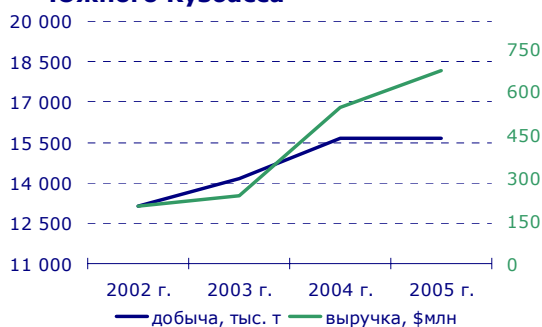
Источник: компания

Финансовые коэффициенты, 2005

EV/S	2,58
EV/EBITDA	8,53
P/E	19,98
P/BV	3,91
P/Добыча	110,51
P/Запасы	0,69
EPS, \$	1,2

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Динамика добычи (левая колонка) и выручки (правая колонка) Южного Кузбасса



Источник: компания

Южный Кузбасс

ОАО «Южный Кузбасс» выступает средоточием угольных активов Мечела, разрабатывая как собственные месторождения, так и владея пакетами акций дочерних компаний – Ольжерасского, Красногорского и Томусинского разрезов, Шахты им. Ленина. Южный Кузбасс является одним из крупнейших угольнодобывающих компаний не только Кузбасса, но и России в целом – его доля в общероссийской добыче составляет около 5%. Указанная доля ставит компанию на шестое место среди российских угольщиков по размерам угледобычи. Коксующиеся угли составляют 55-60% общей добычи Южного Кузбасса. Компания реализует не только добываемый ею уголь (как коксующийся, так и энергетический), но и покупной, в частности, своих «дочек». На покупной уголь приходится около трети себестоимости. Большая часть продукции Южного Кузбасса продаётся на внутреннем рынке, часть реализуется швейцарской «дочке» компании, которая перепродаёт его за рубежом.

Среди коксующихся углей Южного Кузбасса значатся угли марок К, КО, ОС, КС, ГЖО. В 2005 г. предприятия компании добыли 15 646 тыс. тонн угля при плане 17 150 тыс. на 2006 г. Компания активно наращивает собственные запасы: в 2004-05 гг. она выиграла на аукционах права на добычу на 8 лицензионных участках с запасами в 1,3 млрд тонн. В январе 2006 г. владеющий Южным Кузбассом Мечел сообщил о покупке за \$411 млн 25% акций Якутугля, добывающего 7 млн т коксующегося и 2 млн энергетического угля в год. Обогащение угля происходит на 4 фабриках.

Компания не намерена останавливаться на достигнутом, предполагая как дальнейшее приобретение лицензионных участков и добывающих компаний, так и активное инвестирование в уже имеющиеся. Помимо этого, Южный Кузбасс проводит политику объединения вокруг себя дочерних предприятий, постепенно консолидируя их акции на своём балансе.

Среди потребителей коксового сырья компании в России значатся Новолипецкий, Магнитогорский, Нижнетагильский, Челябинский и Новокузнецкий меткомбинаты, Уральская сталь, группа КОКС.

Сравнительный анализ

По итогам сравнения с российскими и зарубежными аналогами получается, что акции Южного Кузбасса имеют потенциал роста в 31%. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ их.

Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/S	6%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/EBITDA	3%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/E	(14%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/BV	(37%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/Добыча	76%
Потенциал роста (снижения) по EV/Запасы и ресурсы	133%

Сравнение Южного Кузбасса с аналогами

компания	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/Добыча	EV/Запасы и ресурсы
Alpha natural resources	0,91	10,15	46,01	3,40	843,62	2,95
Austral coal	2,74	17,07	34,90	2,89	158,22	1,14
Centennial coal	2,04	11,02	45,70	0,92	71,82	0,32
Fording Canadian coal	2,01	4,54	4,29	8,46	205,70	0,67
Gloucester coal	1,95	5,18	7,96	4,97	138,73	11,30
Cailuan clean coal	1,78	7,21	9,61	1,61	83,93	
Macarthur coal	1,26	3,00	5,44	2,08	102,10	0,30
Pine valley mining	1,44	16,11	21,73	0,27	139,00	0,002
Resource pacific	4,35	-57,49	-74,43	1,43	316,37	0,57
Rocklands richfield	0,00	0,00	-17,28	1,69		0,02
Western Canadian coal	6,20	126,03	20,97	0,98	448,44	1,61
Среднее по мировым аналогам	2,24	8,17	21,84	2,61	250,79	1,89
Распадская	4,79	8,29	12,99	2,16	205,21	0,96
Воркутауголь	2,56	8,40	25,81	4,00	188,30	2,60
Шахта Воргашорская	3,48	15,53	-3,77	0,42	71,30	1,51
Разрез Ольжерасский	1,64	4,14	3,38	1,38	40,41	0,06
Шахта им. Кирова	2,46	4,96	6,76	2,45	56,19	0,12
Шахта Полосухинская	7,43	25,47	49,95	13,37	201,33	4,75
Среднее по российским аналогам	3,23	9,47	12,52	2,30	127,12	1,33
Среднее по аналогам	2,74	8,82	17,18	2,46	194,90	1,61
Южный Кузбасс	2,58	8,53	19,98	3,91	110,51	0,69
Премия (дисконт) к аналогам	(6%)	(3%)	14%	37%	(76%)	(133%)

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

ДЗО Мечела

Тикер в РТС	gaol/raolp
Количество АО, тыс.	77,6
Количество АП, тыс.	25,9
Текущая цена, \$	450
Справедливая цена, \$	3 037
Капитализация, \$млн	35
EV, \$млн	70

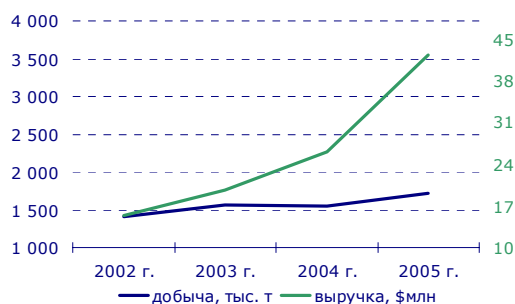
Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Финансовые коэффициенты, 2005

EV/S	1,64
EV/EBITDA	4,14
P/E	3,38
P/BV	1,38
P/Добыча	40,41
P/Запасы	0,06
EPS, \$	12,9

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Динамика добычи (левая колонка) и выручки (правая колонка) Ольжерасского



Источник: компания

Разрез Ольжерасский

Созданный на базе шахт им. Ленина и им. Шевякова разрез Ольжерасский ведёт добычу коксующихся (марки КС и ГЖО) и в небольших объёмах энергетических углей. С 1990 г. разрез является «дочкой» ОАО «Южный Кузбасс». Добываемые компанией угли отличаются высоким качеством, что обеспечивает им хороший спрос на рынке. Балансовые запасы шахт разреза категорий А+В+С1 составляют около 1 100 тыс. т угля. За I полугодие на разрезе было добыто 735 тыс. т угля, при этом во II квартале наблюдается положительная динамика.

Самые значительные инвествложения среди основных средств Ольжерасского требует экскаваторный парк. Компания ставит целью в краткосрочной перспективе выйти на уровень 2 000 тыс. т добычи угля в год. С 2002 г. же добыча разреза выросла незначительно: с 1 409 тыс. т до 1 717 тыс. т в 2005 г. Результат по итогам I полугодия 2006 г. говорит, скорее, в пользу того, что уровень прошлогодней добычи вряд ли будет достигнут. Прирост выручки последние годы был обусловлен, главным образом, ростом цен на добываемый уголь Ольжерасского, который наблюдался с 2000 г., за исключением 2002 г.

Компания продаёт продукцию Южному Кузбассу, который, в свою очередь, перепродаёт его Торговому Дому Мечел.

Сравнительный анализ

Разрез Ольжерасский остаётся одной из самых недооценённых угольных компаний в России. Мы полагаем, что справедливая стоимость его акций составляет \$3 037 за штуку при текущих \$450. Однако инвестиции в Ольжерасский сегодня сопряжены с большими рисками: ОАО «Южный Кузбасс» уже 2 года проводит выкуп акции своих угледобывающих «дочек» в целях консолидации. Однако миноритариям при этом предлагаются чрезвычайно невыгодные коэффициенты конвертации (для Ольжерасского – с дисконтом в 73%, исходя из отношения стоимости компании к добываемой тонне продукции). В связи с этим группа миноритарных акционеров, владеющих бумагами «дочек» Южного Кузбасса, подала жалобу на Мечел в Нью-Йоркскую фондовую биржу. Тем не менее, формально коэффициенты Южный Кузбасс решил не менять, а недавно шахта им. Ленина уже была делистингована из РТС Board. Вероятно, такая же участь скоро ждёт и Ольжерасский. Тем не менее, после обвала акций разреза они смогли вырасти с \$300 до \$450. Мы обращаем внимание на высокие риски, связанные с вложением в данную бумагу и советуем относиться к ней с осторожностью.

Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/S	87%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/EBITDA	122%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/E	449%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/BV	99%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/Добыча	382%
Потенциал роста (снижения) по EV/Запасы и ресурсы	2530%

Сравнение разреза Ольжерасского с аналогами

компания	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/Добыча	EV/Запасы и ресурсы
Alpha natural resources	0,91	10,15	46,01	3,40	843,62	2,95
Austral coal	2,74	17,07	34,90	2,89	158,22	1,14
Centennial coal	2,04	11,02	45,70	0,92	71,82	0,32
Fording Canadian coal	2,01	4,54	4,29	8,46	205,70	0,67
Gloucester coal	1,95	5,18	7,96	4,97	138,73	11,30
Cailuan clean coal	1,78	7,21	9,61	1,61	83,93	
Macarthur coal	1,26	3,00	5,44	2,08	102,10	0,30
Pine valley mining	1,44	16,11	21,73	0,27	139,00	0,002
Resource pacific	4,35	-57,49	-74,43	1,43	316,37	0,57
Rocklands richfield	0,00	0,00	-17,28	1,69		0,02
Western Canadian coal	6,20	126,03	20,97	0,98	448,44	1,61
Среднее по мировым аналогам	2,24	8,17	21,84	2,61	250,79	1,89
Распадская	4,79	8,29	12,99	2,16	205,21	0,96
Воркутауголь	2,56	8,40	25,81	4,00	188,30	2,60
Шахта Воргашорская	3,48	15,53	-3,77	0,42	71,30	1,51
Южный Кузбасс	2,58	8,53	19,98	3,91	110,51	0,69
Шахта им. Кирова	2,46	4,96	6,76	2,45	56,19	0,12
Шахта Полосухинская	7,43	25,47	49,95	13,37	201,33	4,75
Среднее по российским аналогам	3,88	10,20	15,29	2,89	138,81	1,27
Среднее по аналогам	3,06	9,19	18,57	2,75	194,80	1,58
Разрез Ольжерасский	1,64	4,14	3,38	1,38	40,41	0,06
Премия (дисконт) к аналогам	(87%)	(122%)	(449%)	(99%)	(382%)	(2530%)

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

ДЗО СУЭК

Тикер в РТС	chki/chkip
Количество АО, тыс.	220,3
Количество АП, тыс.	73,4
Текущая цена, \$	430
Справедливая цена, \$	1 686
Капитализация, \$млн	95
EV, \$млн	140

Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Структура акционеров

МДМ-Банк	21%
Прочие	79%

Источник: компания

Финансовые коэффициенты, 2005

EV/S	2,46
EV/EBITDA	4,96
P/E	6,76
P/BV	2,45
P/Добыча	56,19
P/Запасы	0,12
EPS, \$	63,6

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Шахта им. Кирова

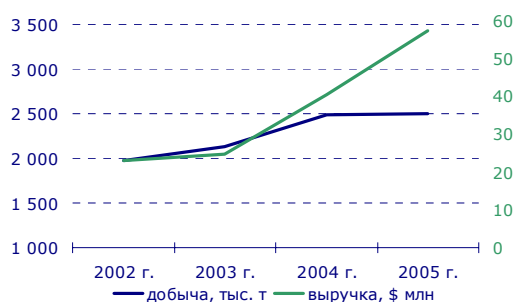
Кузбасская шахта им. Кирова – одна из старейших в России: она сдана в эксплуатацию ещё в 1935 г. с проектной мощностью 1,5 млн т угля в год. В 1960-х гг. была проведена модернизация шахты, а её мощность доведена до 3 млн т. В настоящее время шахта обрабатывает 2 пласта – Болдыревский и Поленовский. Планируемая добыча в 2006 г. – 3,5 млн т.

Шахта им. Кирова – единственная из торгующихся «дочек» СУЭКа, в добыче которой коксующиеся угли составляют значительную долю. Вследствие этого шахта является одним из главных экспортёров среди «дочек» холдинга. Добываемые угли относятся к категории «Г» по российской классификации. Несмотря на то что месторождение разрабатывается уже более 70 лет, её промышленные запасы составляют весомую величину в 223 млн т, балансовые – 957 млн т.

Возраст шахты требует значительных инвестиций для поддержания текущего уровня добычи и сохранения качества добываемых углей. Руководство СУЭК осуществляет значительные вложения: за 2 года их объём в развитие шахты им. Кирова составил 1,5 млрд руб. В частности, предприятие оснащается современной техникой английской компании Joy. Вместе с тем, как мы полагаем, шахта требует немалых дополнительных инвестиций: значительной остаётся доля устаревшего оборудования, что сдерживает дальнейшее развитие. Модернизированные мощности обогащательной фабрики шахты также ограничены 2,7 млн т, что не позволяет перерабатывать весь добываемый уголь. Компания оценивает дальнейшие инвестиции в развитие около 7,7 млрд руб., что позволит увеличить мощности по добыче до 5 млн т угля в год.

Как и все угольные «дочки», ценовые отношения шахты им. Кирова с материнской компанией строятся на трансфертной основе. В то же время показанная в отчётности рентабельность по чистой прибыли (25%-26%) по итогам 2004-05 гг. говорит в пользу того, что уровень занижения закупочных цен со стороны СУЭКа невысокий. Однако по итогам I полугодия 2006 г. компания демонстрирует чистый убыток, объясняя его большими лизинговыми платежами (очевидно, по покупке нового оборудования Joy), снижением цен на уголь и увеличением внереализационных расходов из-за списания убытков прошлых лет и дебиторской задолженности (30 млн руб.).

Динамика добычи (левая колонка) и выручки (правая колонка) шахты им. Кирова



Источник: Интерфакс, компания

Сравнительный анализ

Сравнение с аналогами показывает существенную недооценку шахты им. Кирова. Мы считаем справедливой ценой для акции предприятия \$1 686 и рекомендуем ПОКУПАТЬ их при потенциале роста в 292%.

Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/S	22%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/EBITDA	101%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/E	170%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/BV	5%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/Добыча	244%
Потенциал роста (снижения) по EV/Запасы и ресурсы	1283%

Сравнение Шахты им. Кирова с аналогами

компания	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/Добыча	EV/Запасы и ресурсы
Alpha natural resources	0,91	10,15	46,01	3,40	843,62	2,95
Austral coal	2,74	17,07	34,90	2,89	158,22	1,14
Centennial coal	2,04	11,02	45,70	0,92	71,82	0,32
Fording Canadian coal	2,01	4,54	4,29	8,46	205,70	0,67
Gloucester coal	1,95	5,18	7,96	4,97	138,73	11,30
Cailuan clean coal	1,78	7,21	9,61	1,61	83,93	
Macarthur coal	1,26	3,00	5,44	2,08	102,10	0,30
Pine valley mining	1,44	16,11	21,73	0,27	139,00	0,002
Resource pacific	4,35	-57,49	-74,43	1,43	316,37	0,57
Rocklands richfield	0,00	0,00	-17,28	1,69		0,02
Western Canadian coal	6,20	126,03	20,97	0,98	448,44	1,61
Среднее по мировым аналогам	2,24	8,17	21,84	2,61	250,79	1,89
Распадская	4,79	8,29	12,99	2,16	205,21	0,96
Воркутауголь	2,56	8,40	25,81	4,00	188,30	2,60
Шахта Воргашорская	3,48	15,53	-3,77	0,42	71,30	1,51
Южный Кузбасс	2,58	8,53	19,98	3,91	110,51	0,69
Разрез Ольжерасский	1,64	4,14	3,38	1,38	40,41	0,06
Шахта Полосухинская	7,43	25,47	49,95	13,37	201,33	4,75
Среднее по российским аналогам	3,75	11,73	14,72	2,54	136,18	1,43
Среднее по аналогам	3,00	9,95	18,28	2,58	193,49	1,66
Шахта им. Кирова	2,46	4,96	6,76	2,45	56,19	0,12
Премия (дисконт) к аналогам	(22%)	(101%)	(170%)	(5%)	(244%)	(1283%)

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

ДЗО Сибуглемета

Тикер в РТС	plsu/plsup
Количество АО, тыс.	13,6
Количество АП, тыс.	2,5
Текущая цена, \$	4 503
Справедливая цена, \$	1 936
Капитализация, \$млн	612
EV, \$млн	634

Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Структура акционеров

Щукин А.Ф.	31,4%
Щукина Е.И.	20,9%
Щукина Е.А.	20,3%
Александров С.В.	10,9%
Прочие	16,6%

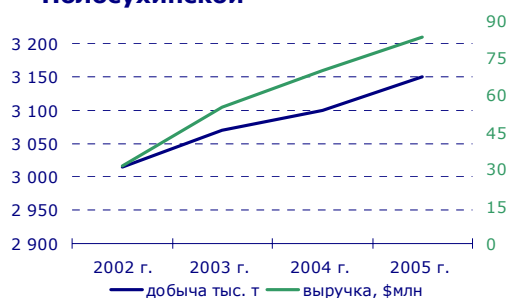
Источник: компания

Финансовые коэффициенты

EV/S	7,43
EV/EBITDA	25,47
P/E	49,95
P/BV	13,37
P/Добыча	201,33
P/Запасы	4,75
EPS	88,2

Источник: компания и расчёты БД Открытие

Динамика добычи (левая колонка) и выручки (правая колонка) Полосухинской



Источник: Сибуглемет, Интерфакс

Шахта Полосухинская

Шахта Полосухинская входит в холдинг Сибуглемет. Холдинг объединяет угольные активы Кузбасса: шахты Полосухинская, Антоновская, Большевик, Междуречье, трейдинговая компания Сибуглемет, Антоновская и Междуреченская обогатительные фабрики. Общий объём добычи коксующихся и энергетических углей предприятий холдинга – почти 12 млн т в год, объём выпуска угольного концентрата – 7 млн т. Доля Полосухинской в добыче Сибуглемета составляет 36%. Помимо этого, холдинг инвестирует в различные отрасли, начиная со строительной и кончая пищевой.

Полосухинская ведёт подземную добычу коксующихся углей марок Г и ГЖ по российской классификации на Байдаевском месторождении каменного угля, расположенном к северо-востоку от Новокузнецка на юге Западной Сибири. Помимо коксующихся, шахта добывает и энергетические марки углей. На долю Полосухинской приходится около 5% добычи коксующихся углей Кузбасса.

Доля коксующихся углей в общей добыче шахты имеет тенденцию к росту. Согласно нашим оценкам, если в 2000 г. она составляла около половины в добыче шахты, то в 2005 г. она возросла до 90%. Почти полный переход на коксующиеся угли диктуется их более высокой ценой по сравнению с энергетическими и меньшими колебаниями цен. Кроме того, это обеспечивает большую рентабельность производства. Вместе с тем в 2005 г. из-за сокращения спроса на кокс в России шахта вынуждена была сократить добычу коксующихся углей, а прирост добычи за год был обеспечен за счёт энергетических углей. В целом же, суммарный уровень добычи шахты за 5 лет почти не изменился.

Компания работает в составе Сибуглемета на основе трансфертного ценообразования, отгружая 100% своей продукции трейдеру ЗАО «КузнецкТрейдКомпани». В этой связи о реальной прибыли шахты судить достаточно трудно: к примеру, в 2005 г. отчётность компании по РСБУ свидетельствует о чистом убытке по сравнению с уровнем чистой рентабельности в 20% в 2004 г. И хотя внутреннюю конъюнктуру на рынке коксующихся углей в прошлом году нельзя назвать благоприятной, отечественные аналоги Полосухинской, тем не менее, закончили год с прибылью.

Сравнительный анализ

С момента вывода акций Полосухинской в РТС Board с ними не прошло ни одной сделки. Спрэд между котировками на покупку (\$500) и продажу (\$8500) составляет сумасшедшие \$8000. В качестве рыночной цены мы взяли среднее между покупкой и продажей. Исходя из неё получается, что Полосухинская переоценена по всем параметрам. Мы полагаем, что справедливая цена акций шахты составляет \$1 936 и рекомендуем ПРОДАВАТЬ их.

Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/S	(65%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/EBITDA	(68%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/E	(67%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/BV	(81%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/Добыча	(10%)
Потенциал роста (снижения) по EV/Запасы и ресурсы	(70%)

Сравнение шахты Полосухинской с аналогами

компания	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/Добыча	EV/Запасы и ресурсы
Alpha natural resources	0,91	10,15	46,01	3,40	843,62	2,95
Austral coal	2,74	17,07	34,90	2,89	158,22	1,14
Centennial coal	2,04	11,02	45,70	0,92	71,82	0,32
Fording Canadian coal	2,01	4,54	4,29	8,46	205,70	0,67
Gloucester coal	1,95	5,18	7,96	4,97	138,73	11,30
Cailuan clean coal	1,78	7,21	9,61	1,61	83,93	
Macarthur coal	1,26	3,00	5,44	2,08	102,10	0,30
Pine valley mining	1,44	16,11	21,73	0,27	139,00	0,002
Resource pacific	4,35	-57,49	-74,43	1,43	316,37	0,57
Rocklands richfield	0,00	0,00	-17,28	1,69		0,02
Western Canadian coal	6,20	126,03	20,97	0,98	448,44	1,61
Среднее по мировым аналогам	2,24	8,17	21,84	2,61	250,79	1,89
Распадская	4,79	8,29	12,99	2,16	205,21	0,96
Воркутауголь	2,56	8,40	25,81	4,00	188,30	2,60
Шахта Воргашорская	3,48	15,53	-3,77	0,42	71,30	1,51
Южный Кузбасс	2,58	8,53	19,98	3,91	110,51	0,69
Разрез Ольжерасский	1,64	4,14	3,38	1,38	40,41	0,06
Шахта им. Кирова	2,46	4,96	6,76	2,45	56,19	0,12
Среднее по российским аналогам	2,92	8,31	10,86	2,39	111,99	0,99
Среднее по аналогам	2,58	8,24	16,35	2,50	181,39	1,44
Шахта Полосухинская	7,43	25,47	49,95	13,37	201,33	4,75
Премия (дисконт) к аналогам	65%	68%	67%	81%	10%	70%

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

ДЗО НАМК

Тикер в РТС	akks
Количество АО, млн	998,2
Текущая цена, \$	0,30
Справедливая цена, \$	0,21
Капитализация, \$млн	296
EV, \$млн	336

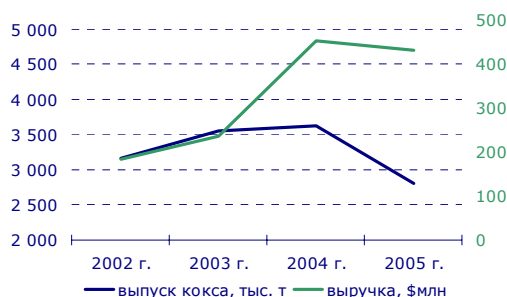
Источник: РТС, расчёты БД Открытие

Финансовые коэффициенты, 2005

EV/S	1,02
EV/EBITDA	7,46
P/E	45,61
P/BV	4,37
EPS, \$	0,007

Источник: компания, расчёты БД Открытие

Динамика выпуска кокса (левая колонка) и выручки (правая колонка) Алтай-кокса



Источник: Алтай-Кокс, Интерфакс

Алтай-кокс

Алтай-кокс, расположенный в алтайском городке Заринск, является крупнейшим производителем коксохимической продукции в России. На его долю приходится около 8% производимого в стране кокса. В марте 2006 г. компания была приобретена НЛМК. До недавнего времени предприятие располагало 4 коксовыми батареями, однако 20 октября текущего года была запущена мощнейшая, не имеющая аналогов в России пятая коксовая батарея, которая позволит Алтай-коксу увеличить выпуск продукции до 5 000 тыс. т в год с 3 860 тыс.

Ассортимент продукции включает кокс доменный и литейный, коксовый орешек и коксовую мелочь. Сырьём выступают угли Кузбасского бассейна, что можно занести в плюс компании: транспортные издержки сводятся к минимуму из-за близости регионов добычи. Основными поставщиками коксующихся углей являются Прокопьевскуголь (37%), Южкузбассуголь (16%) и Распадская (10%). Важным моментом является то, что треть сырья поставляет Прокопьевскуголь, входящий вместе с Алтай-коksom в НЛМК.

Алтай-кокс является крупнейшим экспортёром кокса в России. В 2005 г. на его долю пришлось 60% российского экспорта за рубеж, а доля экспорта в выручке предприятия составила 70%. Экспортные поставки осуществляются в 15 стран ближнего и дальнего зарубежья: Германию, США, Японию, Индию, Иран, Сербию и др. Поставки в адрес высокоразвитых стран с их жёсткими требованиями к качеству кокса лишней раз подтверждают высокий уровень качества алтайской продукции. Вместе с тем ухудшение мировой конъюнктуры на рынке кокса с начала 2006 г. стало причиной сокращения производства кокса почти на четверть и рост поставок на внутренний рынок: по итогам I полугодия доля экспорта составила около 30%.

Сравнительный анализ

Существенное снижение производства в 2005 г. и следовавшее из этого падение финансового результата привело к снижению котировок Алтай-кокса, которое продолжалось весь 2006 г. Однако сравнение с коксохимическими заводами Индии и Украины показывает, что алтайский производитель до сих пор сильно переоценён – исключение составляет лишь отношение стоимости компании к выручке. Мы полагаем, что справедливая цена акции Алтай-кокса составляет \$0,21 при настоящей цене \$0,30. Мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ акции Алтай-кокса.

Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/S	22%
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту EV/EBITDA	(8%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/E	(88%)
Потенциал роста (снижения) по коэффициенту P/BV	(80%)

Сравнение Алтай-кокса с аналогами

млн \$	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Gujarat nre coke (Индия)	2,73	8,49	2,13	1,03
Алчевский коксохимический завод	1,26	10,32	2,65	0,17
Запорожжкокс	0,55	6,71	7,63	1,76
Авдеевский коксохимический завод	0,77	4,58	6,06	0,78
Донецкий коксохимический завод	0,86	4,37	8,82	0,53
Среднее по аналогам	1,24	6,89	5,46	0,86
Алтай-кокс	1,02	7,46	45,61	4,37
Премия (дисконт) к аналогам	(22%)	8%	88%	80%

Источник: данные компаний, расчёты БД Открытие, Bloomberg

Контакты



Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ». 129010 Москва, Протопоповский переулок. д.19 стр.10
 Телефон: (095) 232-99-66. Факс: (095) 956-47-00
www.open.ru
info@open.ru

Аналитическое управление

Телефон (495) 232-99-66

Халиль Шехмаметьев доб. 1573 sha@open.ru
 начальник управления

Наталья Мильчакова доб. 1569 n.milchakova@open.ru
 начальник отдела фундаментального анализа,
 нефть и газ, потребительский рынок

Кирилл Тищенко доб. 1572 tkv@open.ru
 телекоммуникации,
 анализ рынка акций

Сергей Кривохижин доб. 1574 ksy@open.ru
 металлургия

Валерий Пивень доб. 1575 valerypiven@open.ru
 начальник отдела рыночной аналитики, макроэкономика,
 международные рынки

Александр Афонин доб. 1571 afonin@open.ru
 рынок облигаций

Ксения Елисеева доб. 1570 Ksenia.eliseeva@open.ru
 электроэнергетика

Кирилл Таченников доб. 1586 k.tachennikov@open.ru
 транспорт, химия

Отдел по работе с физическими лицами

Телефон (495) 232-99-66

Жанна Тужилова zhanna@open.ru

Анна Горячева

Юлия Обухова

Екатерина Жиленко

Отдел по работе с институциональными клиентами

Телефон (495) 229-54-13

Александр Докучаев sales@open.ru

Александр Борисов

Михаил Жучков

Анна Кузнецова

Представительства

Ижевск (3412) 901-201 izh@open.ru
Казань (843) 570-70-90 kazan@open.ru
Красноярск (3912) 746-000 krsk@open.ru
Самара (846) 276-44-33 samara@open.ru

Санкт-Петербург (812) 329-57-00 spb@open.ru
Тверь (4822) 49-53-99 tver@open.ru
Челябинск (351) 268-05-50 chel@open.ru

Информация, содержащаяся в данном отчете, предназначена исключительно для сведения клиентов Компании, при этом она носит сугубо информационный характер и не является предложением о покупке или продаже ценных бумаг. Несмотря на то, что сведения, представленные в данном отчете, были отобраны тщательным образом, «Брокерский дом Открытие» не несет ответственности за полноту и точность предоставленных эмитентом и других данных. Кроме того, Компания не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете.