

Воркутауголь: самая дешевая угольная компания в России?

Мы начинаем анализ акций компании Воркутауголь и рекомендуем их ПОКУПАТЬ.

Воркутауголь входит в сырьевой дивизион Северстали, является одним из крупнейших предприятий в России по производству коксующегося угля. Запасы угля составляют 297 млн. т (2008, JORC), а добыча в 2010 г. ожидалась на уровне 12 млн. т. Уголь обогащается на собственных обогатительных фабриках. Основным потребителем продукции является принадлежащий Северстали Череповецкий металлургический комбинат.

К 2016 г. Воркутауголь планирует увеличить добычу угля на 20% – до 14.5 млн. т и произвести около 9.3 млн. т товарной продукции, в том числе более 6.2 млн. т концентрата коксующегося угля.

По итогам 2010 г. благодаря росту цен на уголь, увеличению объемов производства и программе оптимизации затрат и численности персонала Воркутауголь получила рекордную чистую прибыль по РСБУ – 8.307 млрд. руб. Только за четвертый квартал 2010 г. чистая прибыль компании составила 3.063 млрд. руб.

За девять месяцев 2010 г. компания сумела вдвое сократить чистый долг, который на конец сентября 2010 г. равнялся 5.24 млрд. руб.

Следует напомнить, что крупнейшее за полвека наводнение в австралийском штате Квинсленд привело к росту мировых цен на коксующийся уголь с начала 2011 г. на 50% – до \$320-330 за тонну и значительному росту рентабельности угольных компаний по всему миру. В этой связи мы полагаем, что средние российские цены на коксующийся уголь в 2011 г. будут на 30-35% выше, чем в 2010 г., а чистая прибыль компании Воркутауголь может по итогам года превысить 11 млрд. руб.

Принимая во внимание хорошую ресурсную базу, рост объемов добычи угля, комфортную долговую нагрузку, растущие финансовые показатели, эффективный контроль над издержками и огромный дисконт по сравнению с акциями как российских, так и зарубежных угольных компаний (P/E 2011П – менее 1.5), мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции компании Воркутауголь. Целевая цена составляет \$360 за одну обыкновенную (привилегированную) акцию.

Финансовые результаты за последние 11 кварталов, РСБУ (млн. руб.)

	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010	4 кв. 2010
Выручка	5 279	5 227	3 724	2 968	3 730	3 067	4 591	5 328	7 888	7 785	
Себестоимость	3 477	3 165	3 171	3 287	3 447	3 078	3 310	3 300	3 942	4 205	
Валовая прибыль	1 802	2 062	552	-319	283	-11	1 281	2 028	3 946	3 581	
Комм. расходы	145	133	135	170	110	325	342	488	733	508	
Управ. расходы	326	352	315	334	317	316	295	252	250	255	
Операц. прибыль	1 331	1 577	102	-823	-144	-652	644	1 288	2 963	2 818	
% к уплате	144	162	161	268	284	320	327	230	193	124	
Приб. до налогов	846	942	-505	-1 350	-563	-1 294	-56	1 178	2 755	2 572	
Чистая прибыль	591	635	-370	-1 094	-428	-1 187	1 704	925	2 258	2 061	3 063
Опер. рентаб., %	25	30	3	-28	-4	-21	14	24	38	36	
Чист. рентаб., %	11	12	-10	-37	-11	-39	37	17	29	26	

Источник: Компания, расчеты ИК Газфинтраст

Производственные показатели за 2005-2010 гг. (млн. т)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Пр-во концентрата коксующихся углей	3.9	4.7	4.0	4.0	4.1	5.4
Пр-во энергетических углей	1.8	3.5	2.3	1.8	2.4	2.6

Источник: данные Компании

Объемы продаж и цены на уголь

	4 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	3 кв. 2010	4 кв. 2010	2009	2010	Изм., %
Продажи								
Коксующийся уголь, тыс. т	71	11	117	165	282	180	575	нд
Концентрат кокс. угля, тыс. т	1 195	1 207	1 352	1 400	1 402	4 140	5 362	+29
Энергетический уголь, тыс. т	710	757	682	561	572	2 358	2 572	+9
Цена продажи, \$ за тонну								
Коксующийся уголь	26	35	37	72	75	19	73	нд
Концентрат кокс. угля	100	137	154	148	153	84	140	+66
Энергетический уголь	30	31	32	32	33	28	31	+11

Источник: Северсталь

Евгений Буланов
Тел.: +7 (495) 660-14-37 (доб. 122)
bulanov@gazfin.ru

Воркутауголь	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	voug (vougp)
Справедливая цена АО (\$)	360.00
Текущая цена АО (\$)*	165.00
Справедливая цена АП (\$)	360.00
Текущая цена АП (\$)*	200.00
Free float (\$ млн.)	33.44

*цена продажи в RTS Board 25.04.2011

Инвестиционные характеристики
Крупный производитель кокс. угля
Запасы угля – 297 млн. т (2008, JORC)
В 2010 г. произведено 5.4 млн. т концентрата
К 2016 г. планируется рост добычи угля на 20% – до 14.5 млн. т и рост пр-ва концентрата – до 6.2 млн. т
Доля экспорта в выручке – 10-20%
Чист. приб. за 2010 г. превысила 8.3 млрд. руб.
P/E 2011П – менее 1.5
Операционная рентабельность – свыше 35%
Комфортная долговая нагрузка
Численность сотрудников – 8 300 чел.
Дивиденды не выплачиваются

Катализаторы роста акций
Значит. улучшение фин. показателей в 2011 г.
Выкуп акций мажоритарным акционером

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	165.00
Кол-во акций АО	2 452 807
Текущая цена АП (\$)*	200.00
Кол-во акций АП	762 869
МСАР (\$ млн.)	557.3
Чистый долг (\$ млн.)	181.0
EV (\$ млн.)	738.3

*цена продажи в RTS Board 25.04.2011

Стр-ра акционеров (%)*	УК	АО	АП
Северсталь	88.08	91.17	78.15
Прочие	11.92	8.83	21.85

*общее количество акционеров – 7 455

Оценочные характеристики				
	2008	2009	2010П	2011П
Выручка (\$ млн.)	713.4	478.6	957.4	1 266.3
P/S	0.78	1.16	0.58	0.44
EV/S	1.03	1.54	0.77	0.58
EBITDA (\$ млн.)	182.2	23.2	387.0	542.5
EV/EBITDA	4.05	31.89	1.91	1.36
Чист. приб. (\$ млн.)	16.69	-33.51	267.96	379.27
EPS (\$)	6.80	-13.66	109.25	154.63
P/E	24.25	отр.	1.51	1.07
Dividends (\$)	-	-	-	-
Div. Yield (%)	-	-	-	-

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Финанс. коэф-ты угольных компаний				
Компания	P/E		EV/EBITDA	
	2010	2011П	2010	2011П
Мечел	17.94	8.62	10.03	6.26
Распадская	21.84	10.90	13.68	7.09
Южный Кузбасс	5.94	3.86	3.89	2.82
Белон	8.02	5.50	5.07	3.64
Среднее	13.43	7.22	8.17	4.95
Воркутауголь	1.51	1.07	1.91	1.36

Источник: Bloomberg, оценки ИК Газфинтраст

Адрес в интернете

<http://www.vorkutaugol.ru>

Северсталь может довести свою долю в Воркутаугле до 100%. В ноябре 2010 г. Северсталь продала 5.9% долю в капитале Воркутаугля за \$5.8 млн., сократив свою долю с 94% до 88.1%. Благодаря этой продаже Северсталь сейчас занимает выгодную позицию, позволяющую ей консолидировать 100% акций дочерней компании.

Напомним, что в 2008 г. Северсталь, которая на тот момент контролировала 93.1% долю в капитале Воркутаугля, направила миноритариям угольной компании добровольное предложение о покупке у них обыкновенных и привилегированных акций по цене в 4,455 руб. за штуку. В результате, в 2008 г. Северсталь приобрела 0.9% долю в Воркутаугле за \$5.3 млн.

Отметим, что выкуп обыкновенных и привилегированных акций производился по одинаковой цене, вероятно, в связи с тем, что префы Воркутаугля являются голосующими. По Уставу владельцы префов имеют право на получение ежегодных фиксированных дивидендов, которые они в последние годы не получали.

Инвестиционное заключение

Принимая во внимание сильную ресурсную базу, рост производственных и финансовых показателей, а также огромный дисконт по сравнению с акциями других угольных компаний, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Воркутаугля с целевой ценой \$360 за одну обыкновенную (привилегированную) акцию. Целевое значение EV/EBITDA 2011П – 2.47 (используется дисконт в 50% к среднему значению EV/EBITDA 2011П других российских угольных компаний).

Основным риском при инвестировании в акции Воркутаугля мы считаем их незначительный free float и возможный выкуп акций по неблагоприятным для миноритариев ценам. Однако в силу достаточно высоких стандартов корпоративного управления Северстали, мы считаем, что права миноритариев такого стратегически важного актива как Воркутауголь ущемляться не будут.

Мы полагаем, что в случае сохранения на протяжении достаточно продолжительного периода времени высоких цен на уголь, Северсталь может принять решение выкупить оставшиеся акции у миноритарных акционеров Воркутаугля, что может послужить драйвером роста акций угольной компании.

Контактная информация

Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

129@gazfin.ru

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

bulanov@gazfin.ru

Треjder

Николай Тюгаев

128@gazfin.ru

Треjder

Кирилл Вязовиченко

127@gazfin.ru

Недавние публикации ГФТ

Название	Тикер	Дата выпуска
Южный Кузбасс: в 2010 году получена рекордная чистая прибыль – 10.82 млрд. руб.	UKUZ	11.03.2011
Уральская кузница: отличный фин. результат по итогам четвертого квартала 2010 г.	urkz	05.03.2011
Южный Кузбасс: ставка на рост цен на уголь из-за ливневых дождей в Австралии	UKUZ	11.01.2011
Уральская кузница: постоянно растущий денежный мешок группы Мечел	urkz	22.11.2010
Московская теплосетевая компания: компания нужна Газпрому	MSSV	16.11.2010
Смоленскнефтепродукт: третий квартал 2010 г. принес рекордную прибыль	smnf	03.11.2010
ТрансКредитБанк: слабость акций нужно использовать для покупки	TCBN	07.09.2010
Гайский ГОК: неплохая ставка на дефицит медной руды	ggok	07.09.2010
Михайловский ГОК: уникальная ресурсная база и рекордная рентабельность	mgok	25.08.2010
Коршуновский ГОК: финансы комбината вышли из кризиса, а капитализация - нет	KOGK	29.07.2010
Московский НПЗ: завод стал центром прибыли нефтяной компании Sibir Energy?	mnpzp	20.07.2010
НК Роснефть-Алтайнефтепродукт: дешевый продавец топлива	alnp	30.06.2010
Краснодаргоргаз: в 2009 г. увеличил чистую прибыль на 218% до 291 млн. руб.	krgg	04.06.2010
Ростовоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 49%	rtbg	18.05.2010
Нижегородоблгаз: в первом квартале 2010 г. увеличил чистую прибыль на 21%	nnog	17.05.2010
НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: в первом квартале выручка выросла на 26%	smnf	06.05.2010
ХК Электрозавод: растущий энергомашиностроительный гигант	hkez	25.02.2010
Ростовоблгаз: забытый инвесторами фундаментально сильный облгаз	rtbg	02.02.2010
Коршуновский ГОК: акции могут вырасти вместе с ценами на железную руду	KOGK	19.01.2010
НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: ставка на дивиденды по префам	smnfp	20.11.2009
Обьнефтегазгеология: быстрорастущая дочка Славнефти	obne	18.11.2009
Ярославский радиозавод: ставка на высокие дивиденды по префам	yarzp	21.10.2009
Нижегородоблгаз: ставка на cash и рост тарифов на газ	nnog	19.10.2009

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако ИК Газфинтраст не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в данном обзоре, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции. Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.