

Alenka Capital

vk.com/alenskapital

Инвестиционная идея №4.1

19.07.2015

Распадская. Уголь.

	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал
Распадская ао	36,53	120	228%

Дополнение к инвестиционной идее от 22.05.2015.

Добавлю кратко свои мысли, с учетом выхода дополнительных данных за последние два месяца.

1. Включение в возможную М&А сделку Сибуглемета.
2. Полугодовые данные по добыче.
3. Отчет РСБУ по Шахте Распадской за 6 мес. 2015.

Также особо акцентирую внимание на классических ошибках, которые до сих пор допускают некоторые инвесторы.

а) Уголь для электростанций и уголь для металлургии серьезно отличаются. Это steam coal (паровой) и metcoal или coking coal (коксующийся уголь для металлургии). Распадская делает только **коксующийся уголь**. Если вы прочитали сомнительную байку про сокращение строительства ТЭЦ на угле, то даже если вы в это верите, это не должно вас смущать.

б) Отчет МСФО учитывает данные дочерних компаний согласно пропорциональной доле участия, а отчет РСБУ только данные материнской компании. Подробно и понятно описано на примере Лензолото в **инвестиидее №1**.

в) Распадская торгующаяся на бирже это 4 угольных актива + обогатительная фабрика, а не только Шахта Распадская.

г) Российские металлурги и компании горнодобывающего сектора исторически отчитываются в долларах. Если EBITDA Мечела в 1 кв. 2014 была \$79 млн., а в 1 кв. 2015 была \$211 млн., то на сколько она выросла? Правильно, **на 406%**, так как акции мы смотрим в рублях и живем в России.

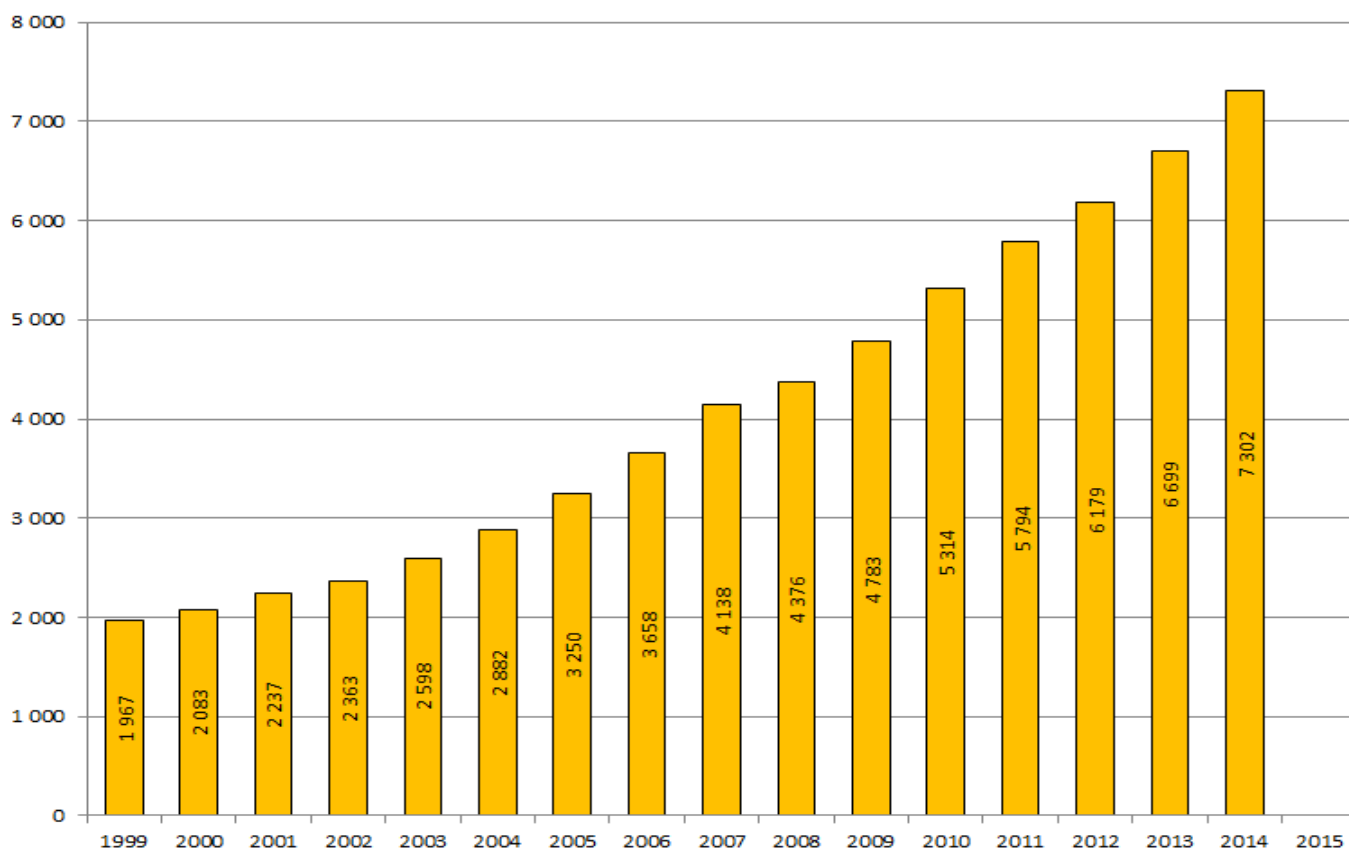
Реальность такова, что даже уход с рынка только американских производителей коксующегося угля, приведет к возникновению дефицита на фоне продолжающегося роста спроса. Внимательный взгляд на ТОП-5 американских производителей показывает, что у них положение удручающее и финал истории уже рядом.

График Peabody Energy (№1 по производству metcoal в США, №5 в мире).



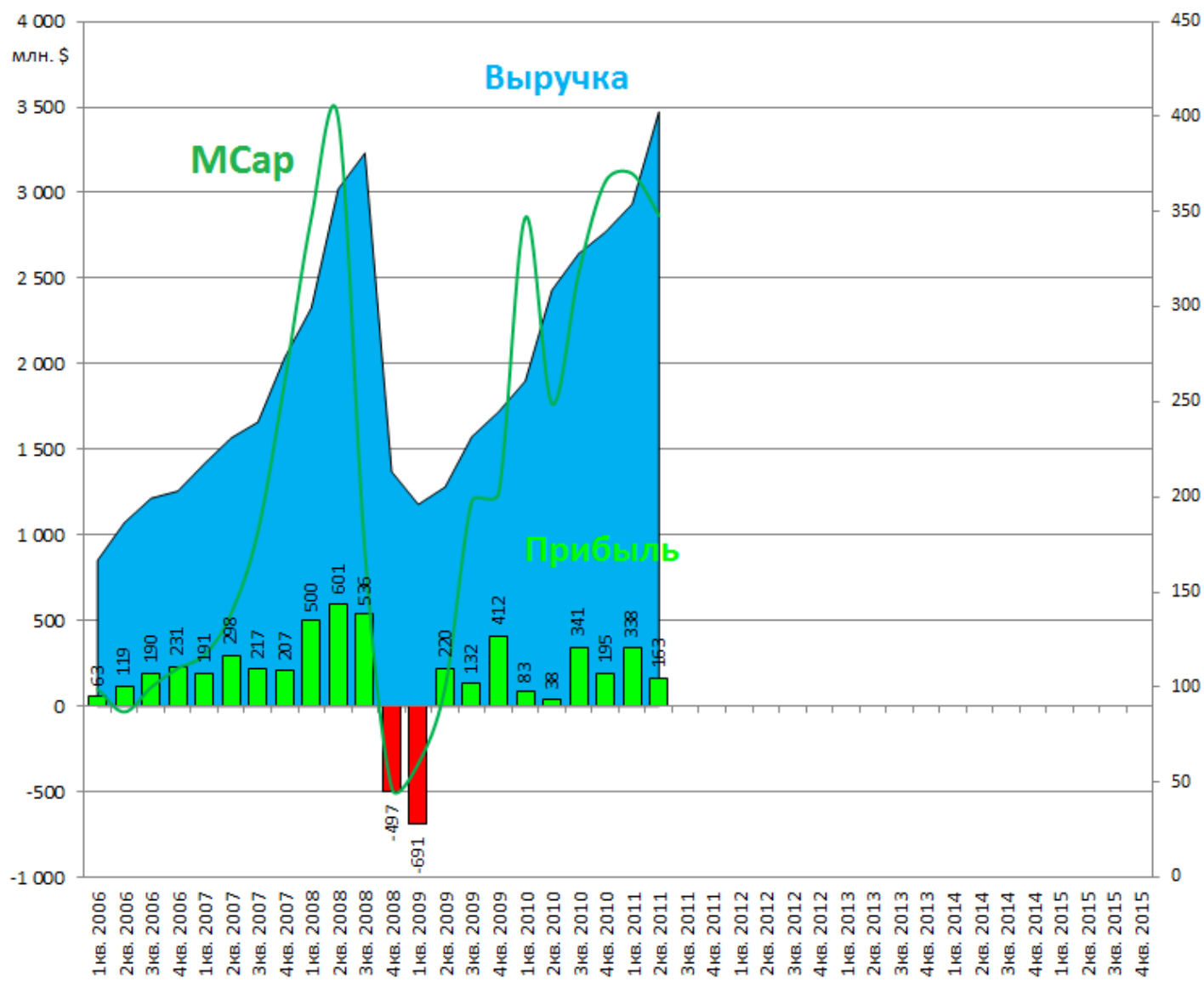
Инвесторы прикованы к Китаю, на фоне отката биржевых индексов, после ралли (которое большинство как это не банально пропустило), но не замечают, что Индия растет невероятными темпами, а совокупность стран Юго-Восточной Азии без Китая, Индии и Японии это по сути Китай-2.

ВВП Индии ППС млрд. \$



Предсказывать будущее дано не многим, но очевидно, что когда большинство паникует и озадачено какой либо проблемой (а акции при этом уже рухнули), профессионалы покупают.

Небольшой эксперимент. **Перенесемся на 4 года назад в лето 2011.** Прогнозы сплошь оптимистичные, цены на ресурсы высокие, ВВП Китая \$12 трлн., а не \$18 трлн. как сейчас. Выручка Мечела побила рекорд 2008 года. Компания осуществляет амбициозный инвестпроект в Якутии. ВСЕ отраслевые аналитики рекомендуют покупать. Капитализация при этом в районе 450 млрд. рублей или \$15 млрд. долларов (с учетом долга Enterprise value около \$24 млрд.)



<http://fincake.ru/stock/investideas?issuers%5B%5D=457&page=4>

Почитайте любой обзор, попробуйте трезво независимо мыслить сейчас.

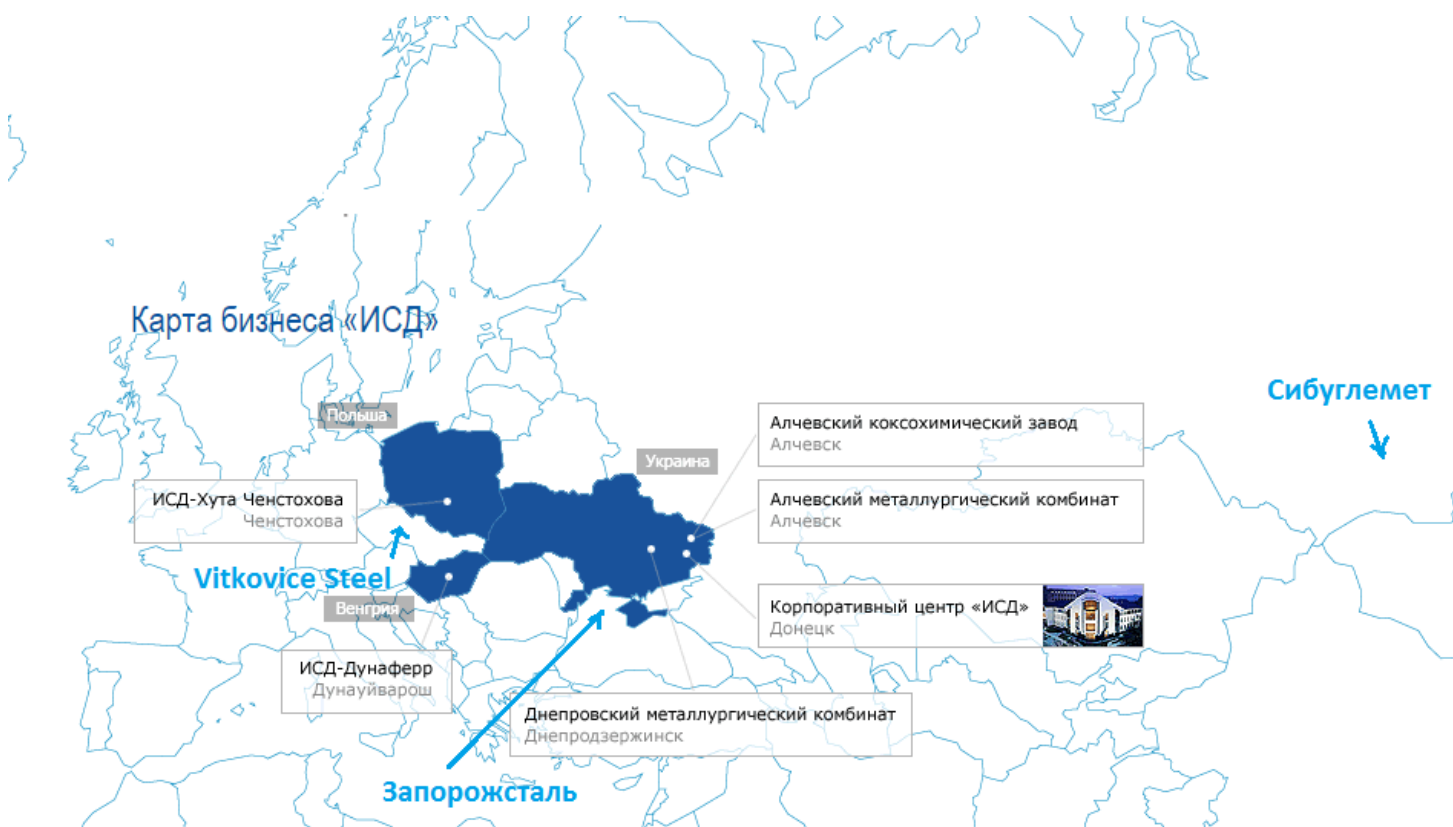
Когда показатели ухудшились, и цены на уголь стали снижаться, акции успели потерять 70-80% стоимости. Многие ошибочно думают, что смогут купить по текущим ценам акции угольщиков, когда те решат проблемы с долгом и цены на уголь вырастут! Но так не бывает. В этом и отличие реального инвестора от аналитика-теоретика.

Перейдем к дополнениям к инвестициям №4. Итак, у ВЭБа в связи с украинскими событиями сорвался политический амбициозный бизнес-проект по созданию большой металлургической компании на базе активов ИСД, Запорожстали и Сибуглемета, что может радикально поменять расклад сил в российском угольном секторе. Ранее в 2011 ВЭБ хотел купить за \$6 млрд. Распадскую, но, весной 2014 купил за \$1,8 млрд. Сибуглемет.

Подробно написано в Forbes <http://www.forbes.ru/finansy/igroki/289589-neboevye-poteri-kak-veb-mozhet-poteryat-10-mlrd-na-ukraine>

Статья отличная и правдивая, но журналисты были не совсем в теме, там не написано про попытку поглощения Распадской в 2011 и то, что ВЭБ и Ко купили у EVRAZ Vitkovice Steel в апреле 2014 за \$89 млн., видимо не ожидая гражданской войны и недооценив последствия майдана в Киеве.

Карта активов ВЭБа в черной металлургии.

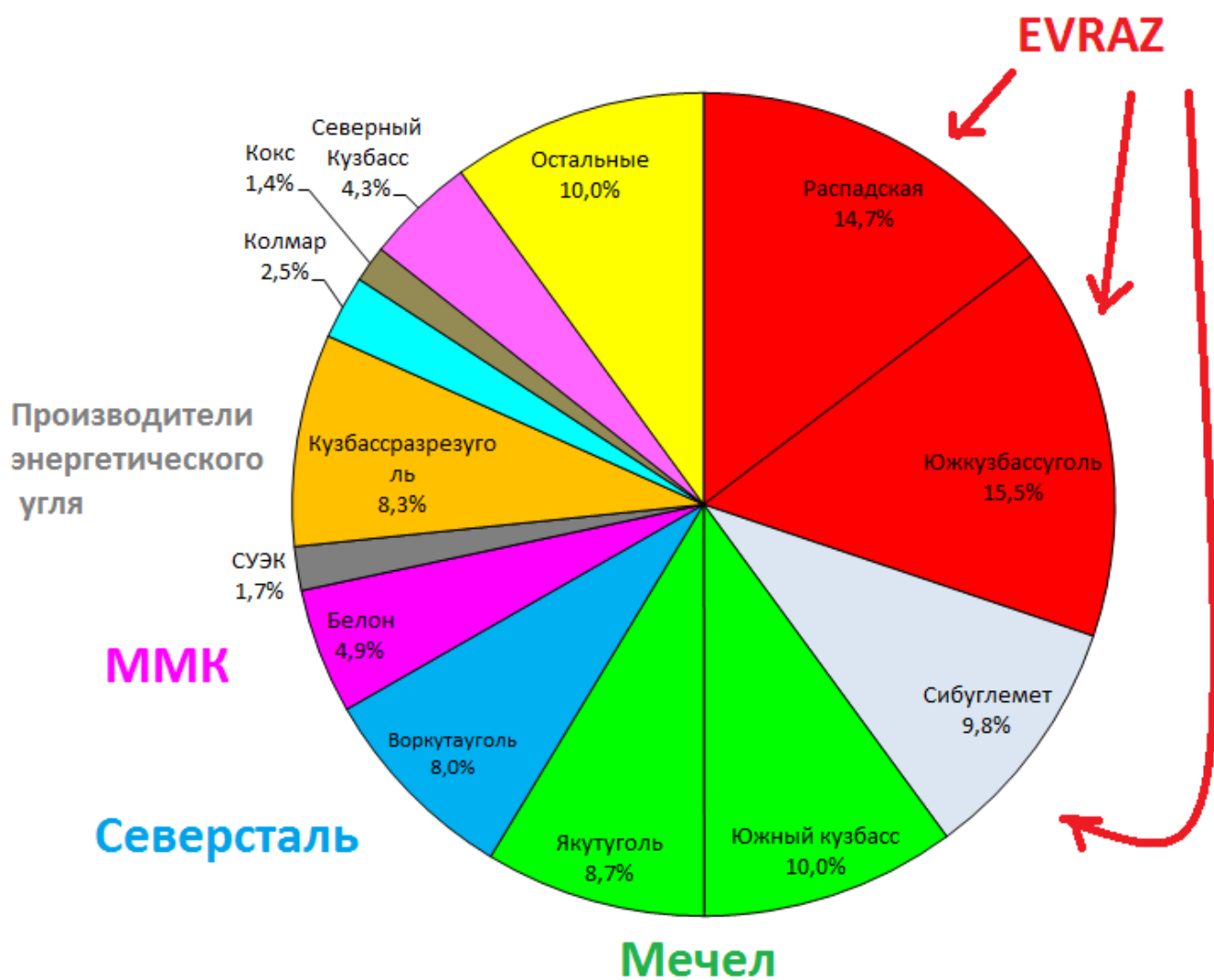


Так вот теперь ВЭБ передумал и видимо пристраивает активы. Ему помогает бывший евразовец Александр Катунин у которого согласно данным Forbes был микропакет в нереализованном EVRAZ-2.

Нет никаких новостей по активам ИСД в ДНР, но видимо заводы работают, судя по репортажу Forbes. Запорожсталь у ВЭБа отобрали. Заводы в Восточной Европе небольшие по размеру.

Однако большим сюрпризом стало то, что **в управление Распадской угольной компании перешел Сибуглемет**. Таким образом, у EVRAZ под контролем может оказаться сразу три из четырех междуреченских производителя коксующегося угля. Теперь замысел EVRAZ выглядит куда более масштабнее обычной оптимизации активов. Они создают глобального игрока, что и следовало ожидать. ФАС вероятно согласует появление российского производителя с долей рынка около 35%.

Российские производители коксующегося угля, доли рынка.

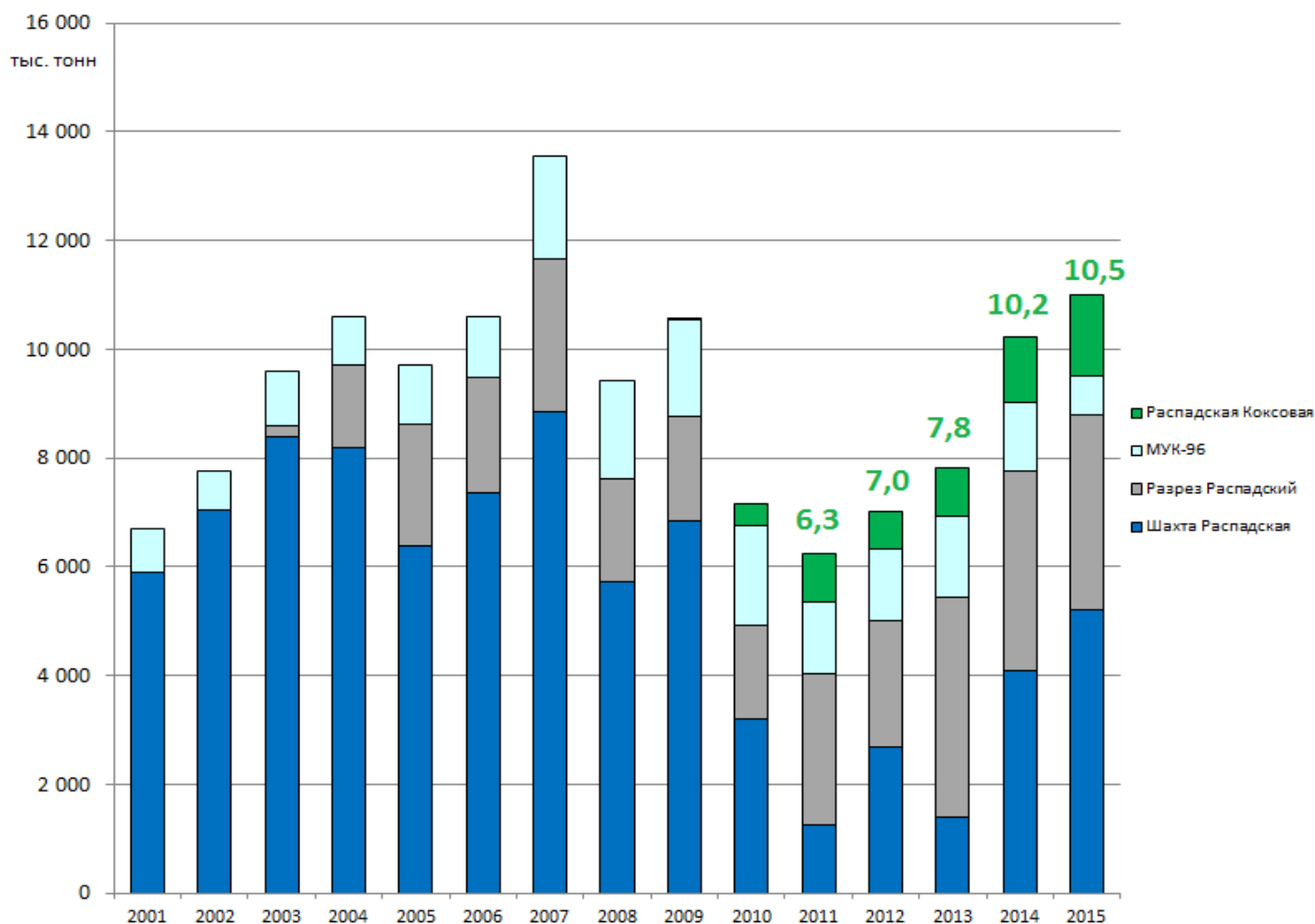


Менеджмент обещал определиться со структурой объединения активов **во втором полугодии 2015**, подробности ожидаю конкретно на публикации отчета по МСФО в конце августа 2015.

По всей видимости, EVRAZ не покупал Сибуглемет у ВЭБа. Взамен своего актива ВЭБ получит долю в публичной компании, которая войдет в ТОП-5 мировых производителей.

Перейдем к данным по добыче угля. Рост продолжается. Как и говорил Сергей Степанов на собрании акционеров 21 мая планы Распадской по добыче скорректированы с 12 млн. тонн до 10,5 млн. тонн угля (10,2 млн. тонн в 2014). За счет сокращения добычи на малорентабельных шахтах и параллельно наращивании добычи на высокорентабельной шахте Распадской.

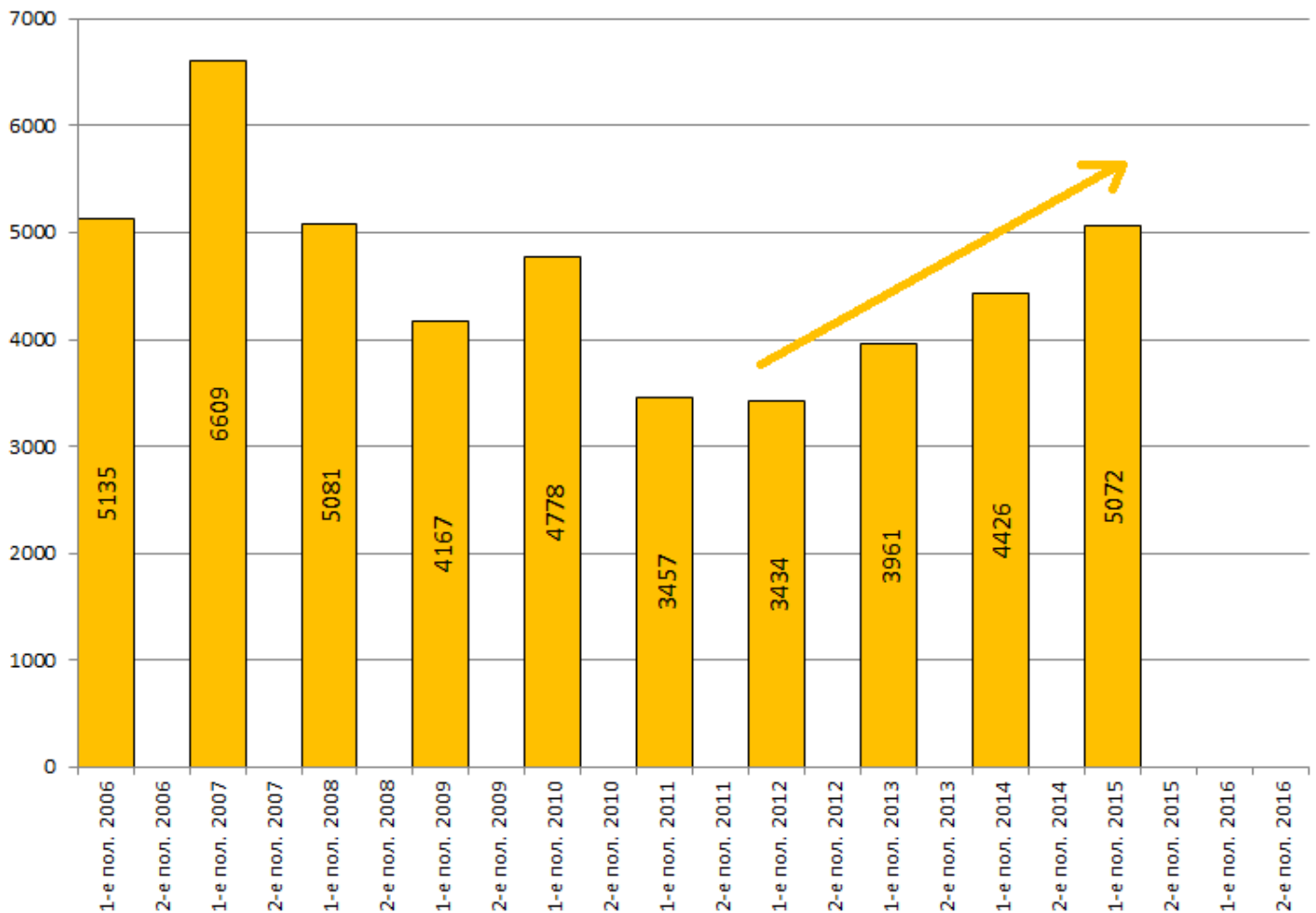
Добыча Распадской годовая.



Во второй половине 2015 компания по прогнозам добудет 5,4 млн. тонн угля. Доля Шахты Распадской в связи с ее восстановлением впервые возрастет до 50%, с 20% с 2011 в общей добыче холдинга.

Однако в случае слияния угольных активов Междуреченска под контроль Распадской перейдут еще 6 шахт Южкузбассугля и 2 обогатительные фабрики. У Сибуглемета большая компания Междуречье с Междуреченской обогатительной фабрикой и две отдельные шахты.

Добыча угля тыс. тонн

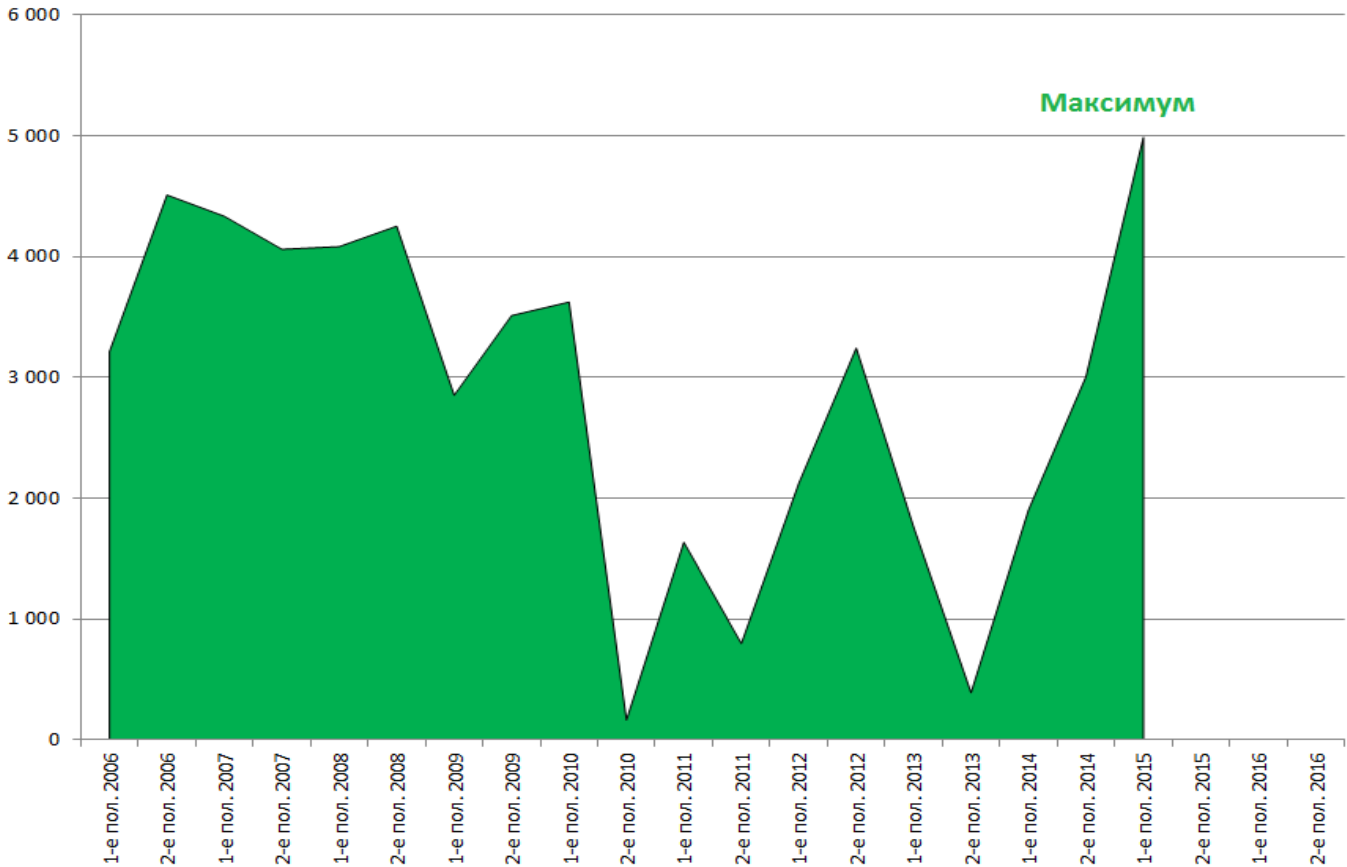


Также небольшой интерес представляет отчет по РСБУ за 6 мес. 2015. Он отражает данные лишь ключевого актива, но, тем не менее, весьма показателен. Во-первых, выручка шахты достигла пиковых значений, во-вторых получена операционная прибыль, в третьих по российскому законодательству наличие прибыли РСБУ позволяет платить дивиденды.

Данные из отчета РСБУ за 1-е полугодие млн. руб. и тыс. тонн

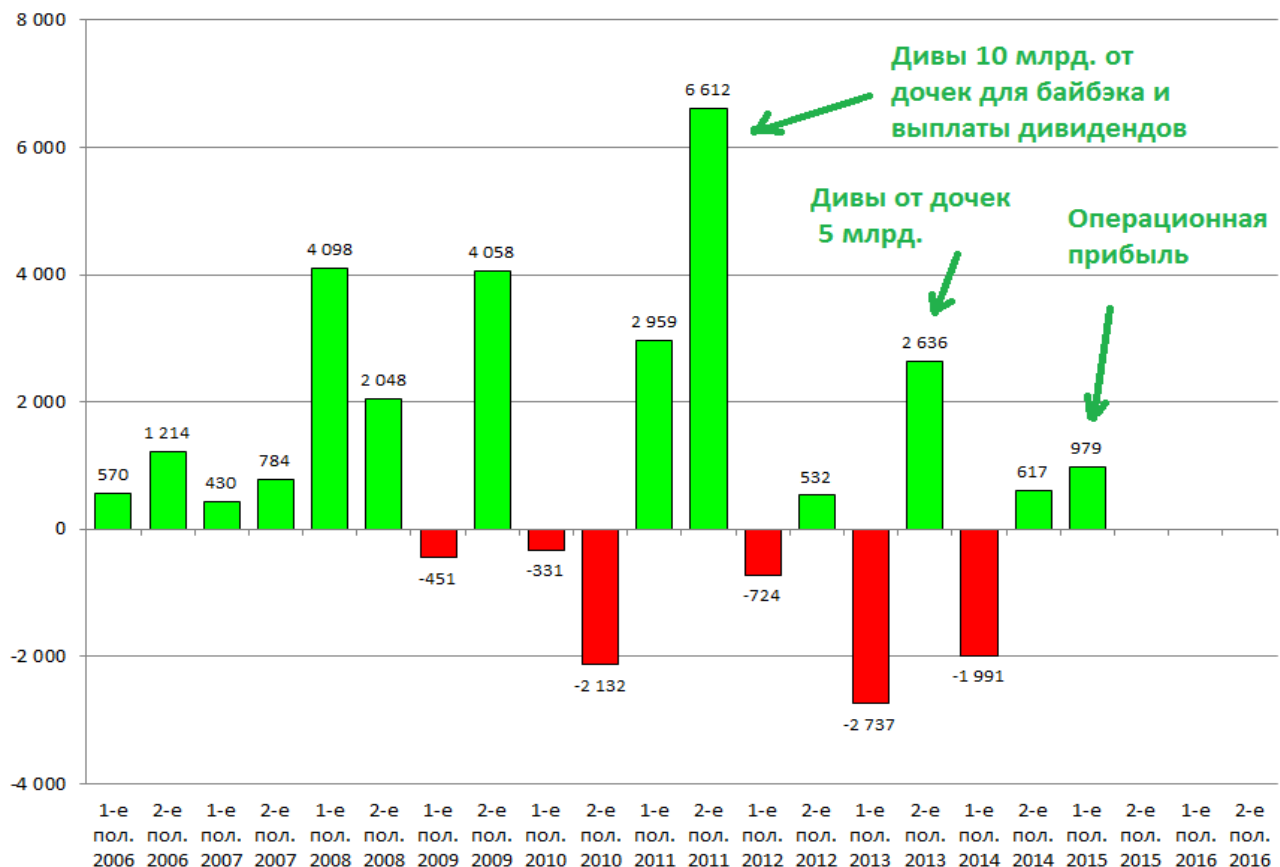
	1-е пол. 2015	1-е пол. 2014	Изменение
Выручка	4987	1904	+162%
Прибыль до налогообложения	1229	-2431	
Чистая прибыль	979	-1972	
Добыча угля холдинг	5072	4426	+15%
Добыча угля шахта (оценка)	2536	1770	+43%
Концентрат	3020	2733	+11%

Выручка РСБУ Шахта Распадская млн. руб.

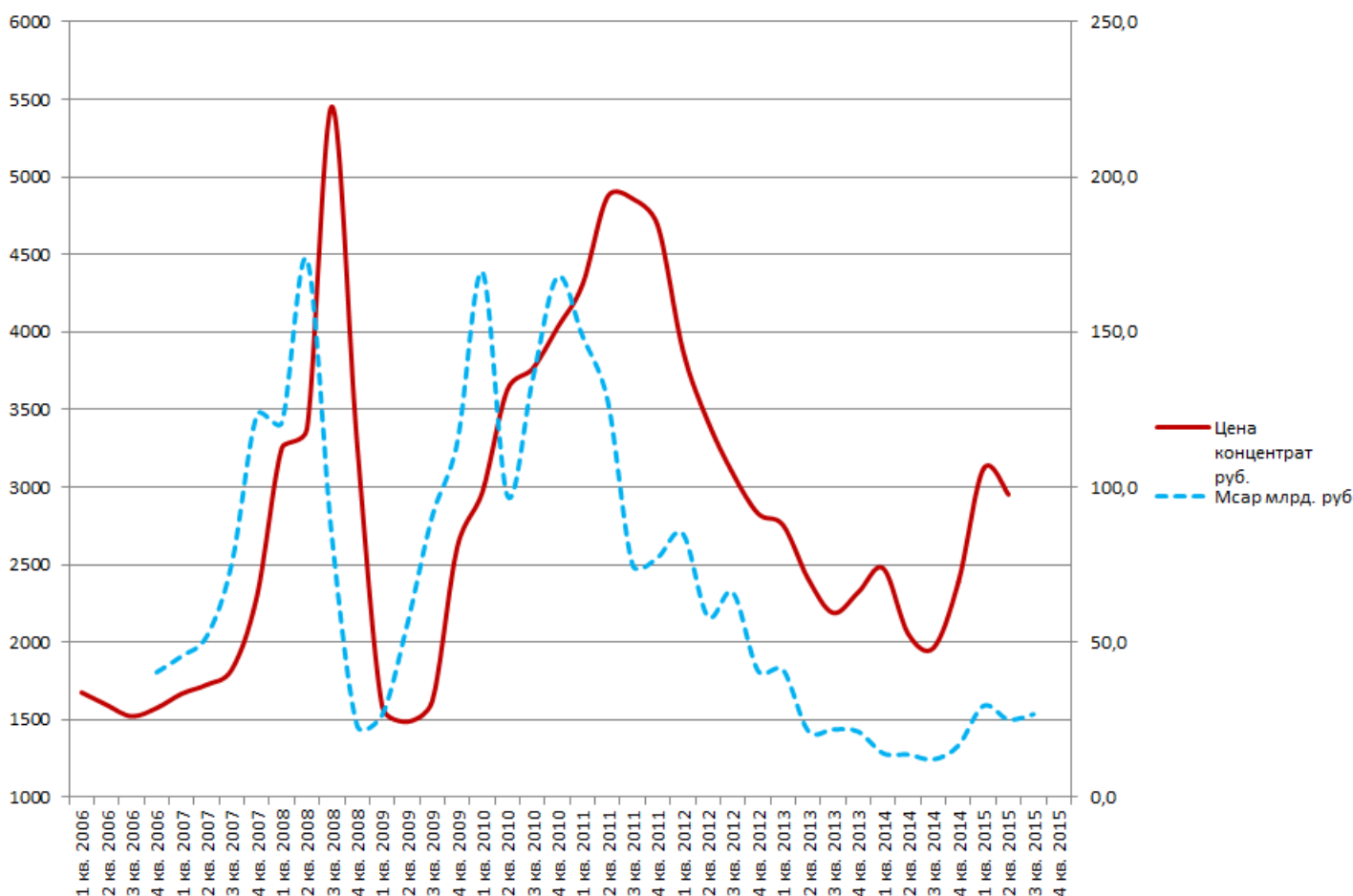


Еще не все осознали, что компания завершает цикл убытков, который сначала преследовал ее из-за аварии, потом из-за спада цен и больших капиталовложений.

Прибыль РСБУ Шахта Распадская млн. руб.

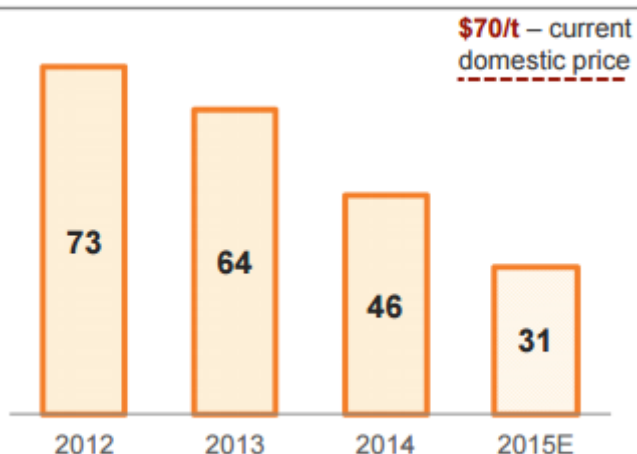


Цены на концентрат пошли вверх благодаря девальвации. Но если они пойдут вверх в долларах, то компания начнет показывать сверхприбыли. **Никто из отраслевых аналитиков этого не ожидает**, как не ожидали спада в 2011... Наоборот на рынке царит уверенность, что низкие цены на ресурсы это надолго, что является залогом стремительного роста котировок при развороте тренда.



В любом случае прекращение череды убытков станет очевидным для широкого рынка только в конце августа 2015.

EVRAZ coking coal* cash cost, \$/t



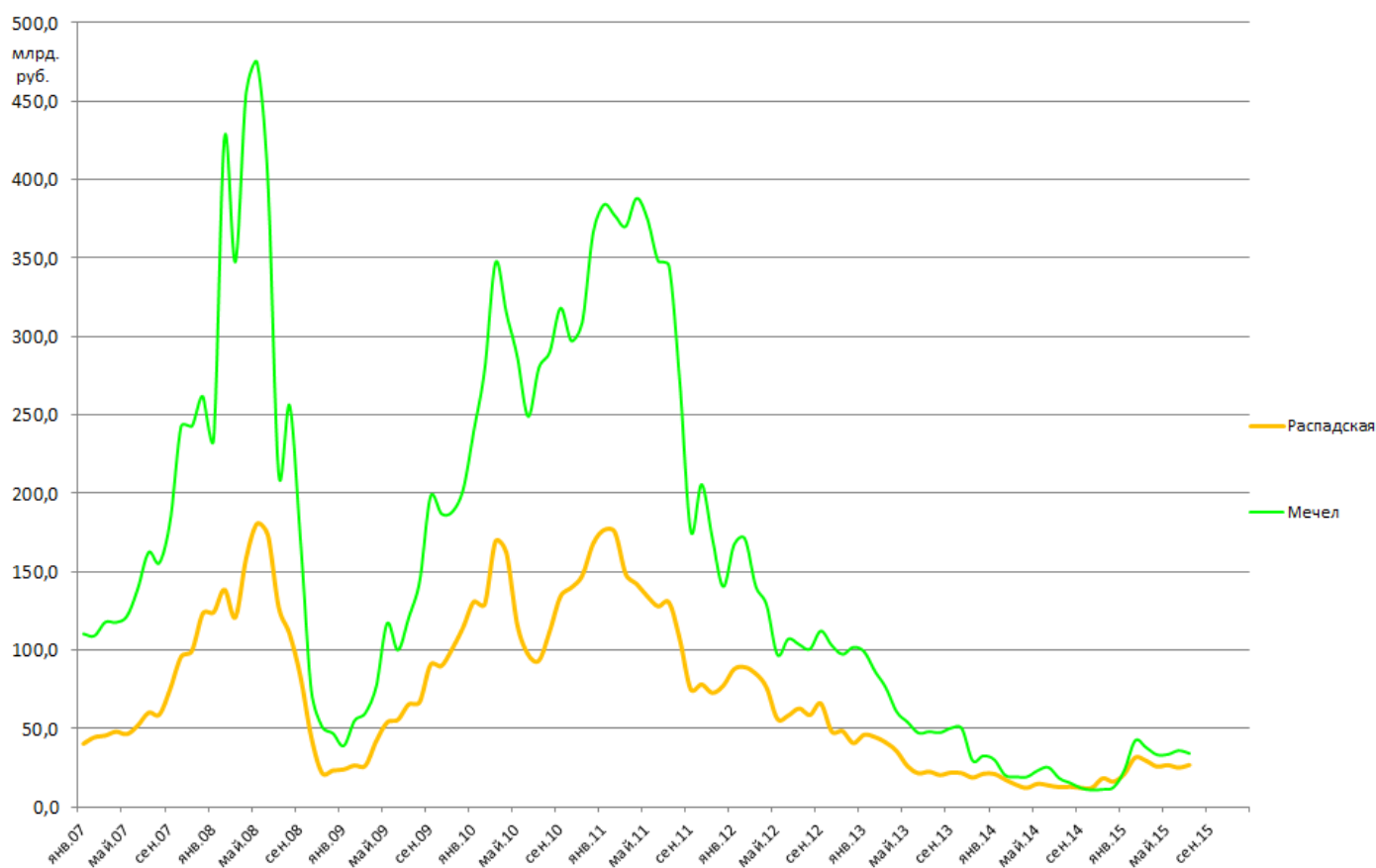
* Washed coking coal
Source: EVRAZ estimates (for 2015 USD/RUB 60.00)

Также отмечаю, как и в прошлом обзоре, ожидаемую существенную трансформацию коэффициентов долг/ЕВITDA и рентабельности по ЕВITDA в сторону улучшения. Слияние приведет к двукратному размытию долга к ЕВITDA. Эти коэффициенты очень любят аналитики. Некоторые инвесторы смотрят коэффициент Р/Е. Считаю, что для «возрождающихся» компаний это нерационально. Какой может быть Р/Е у убыточной компании?

Для компаний же с низким Р/Е стоит лишь искать драйверы роста, но не просто констатировать недооценку, способную сохраняться годами.

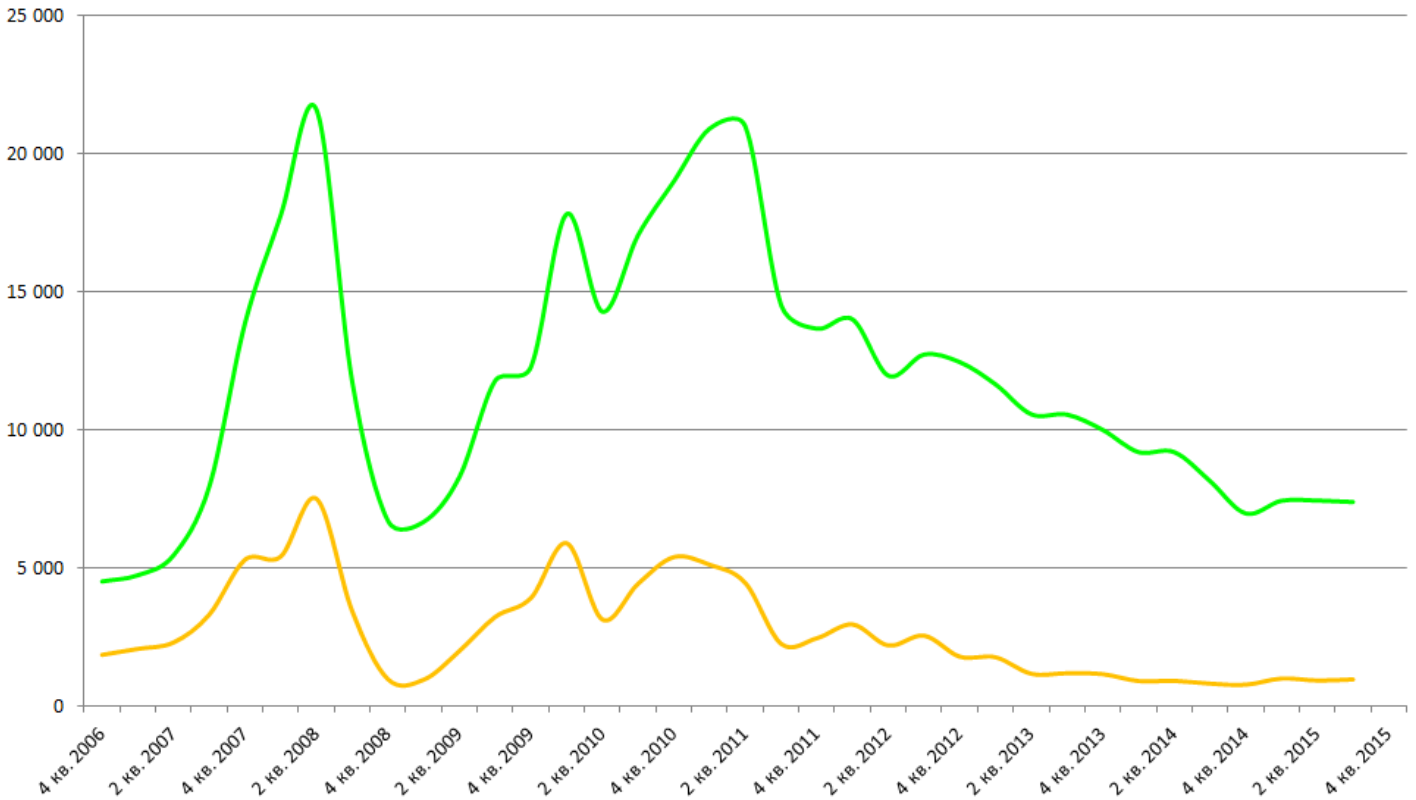
Фактор Мечела. По прежнему сохраняется высокая корреляция между акциями, несмотря на разные идеи, вероятно из-за принадлежности к одному сектору.

Ряд инвесторов отмечают равные капитализации Мечела и Распадской, при несопоставимых размерах бизнеса.



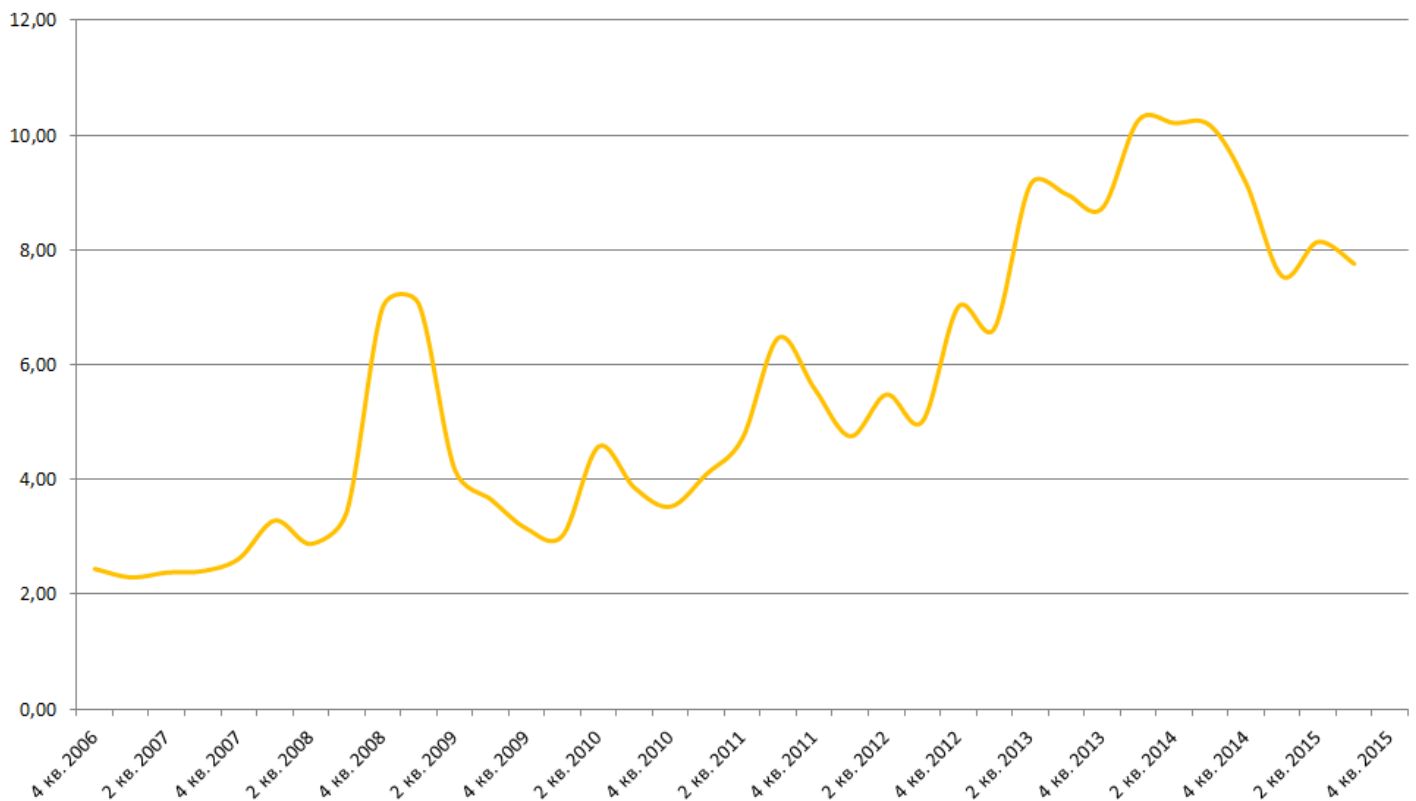
Данный подход не верен, так как не учитывает долговую нагрузку. Надо сравнивать по EV (МСар - кэш + долг).

Мечел vs Распадская EV млн. \$



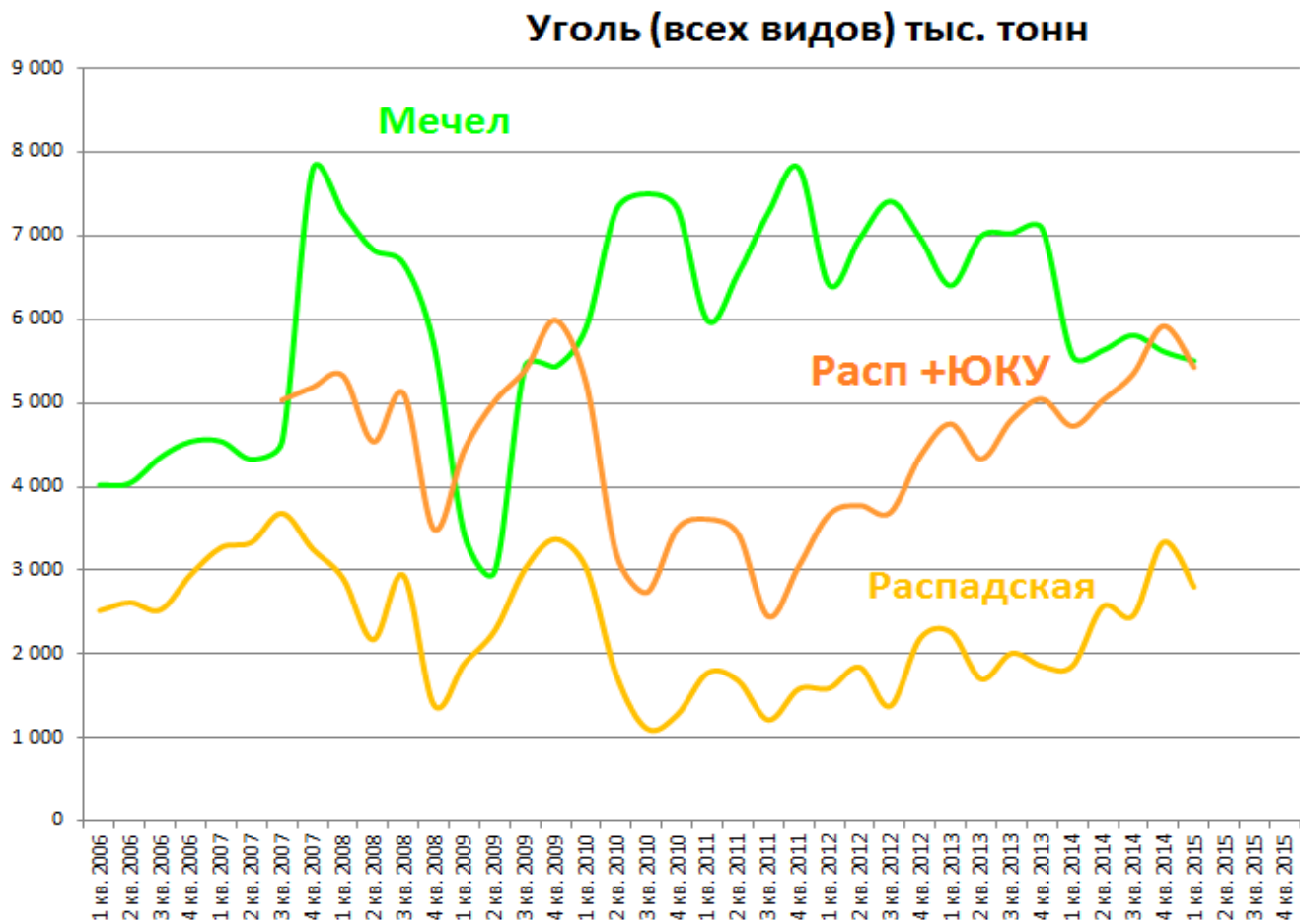
Тогда мы увидим некую историческую переоценку Мечела. То есть Распадская стоит сейчас в 8 раз дешевле Мечела и это довольно большой отрыв, однако тема Мечела почти целиком сфокусирована на решении долговой проблемы.

Мечел/Распадская EV

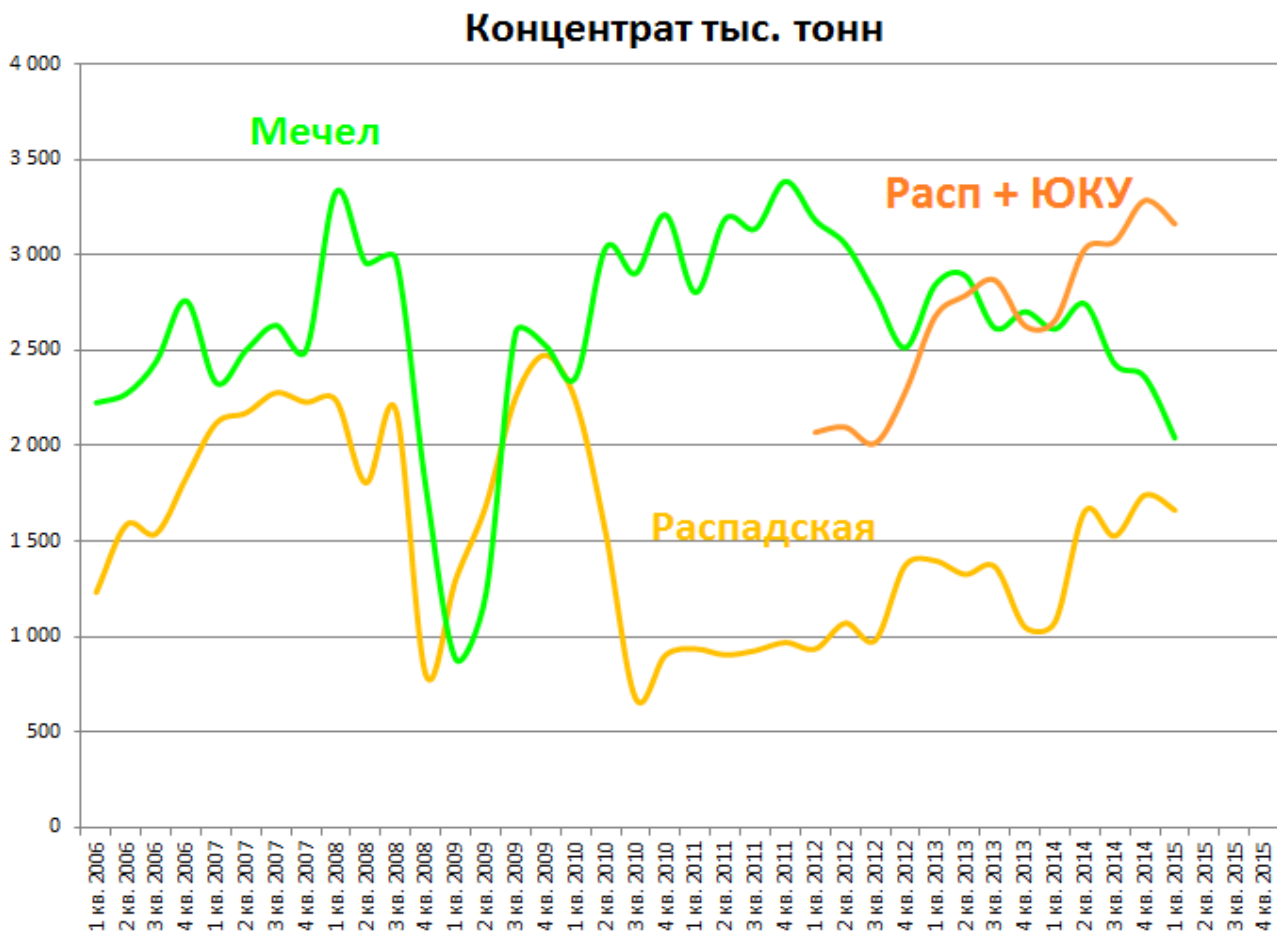


При объединении с Южкузабсуглем (данных по Сибуглемету у меня нет) объединенная Распадская будет существенно крупнее Мечела.

Сравнение угольных бизнесов по добыче угля.



Сравнение угольных бизнесов по производству концентрата.



Уважаемые подписчики, усиленно предупреждаю Вас, что я категорически не рекомендую повторять мои действия, и данный обзор просто иллюстрирует мою стратегию, ход моих мыслей, которые не всегда приводят к положительному финансовому результату. Более того акции в настоящий момент не рекомендуются к покупке практически ни одной инвестиционной компанией.

**Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной в группе Alenka Capital и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и принимать решение самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.*