

Alenka Capital

vk.com/alenskapital

Инвестиционная идея №4

22.05.2015

Распадская. Уголь.

	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал
Распадская ао	37,98	120	215%

Акции угольщиков представляют интерес среднесрочного инвестора. Особенно тем, что сейчас этот сектор очень дешев относительно исторических данных на фоне пессимистичных ожиданий.



Данная инвестиционная идея представляет собой участие в классическом сырьевом цикле, а вложения в циклические компании имеют свои особенности. Перепроизводство, низкие цены на природный ресурс (на любой) вызывают не только крушение акций и финансовых показателей компаний, но и неизбежно банкротство убыточных и неэффективных игроков, долговременное закрытие нерентабельных производств и главное сокращение инвестиций в будущие проекты. Мы находимся в стальной эре (заменить сталь, основной конструкционный материал, в обозримой перспективе нечем) и видим продолжающийся рост потребления металла (Китай и Индия продолжают рост), а, следовательно, сохраняется и растет спрос на железную руду, лом и коксующийся уголь, сырье для производства стали и чугуна.

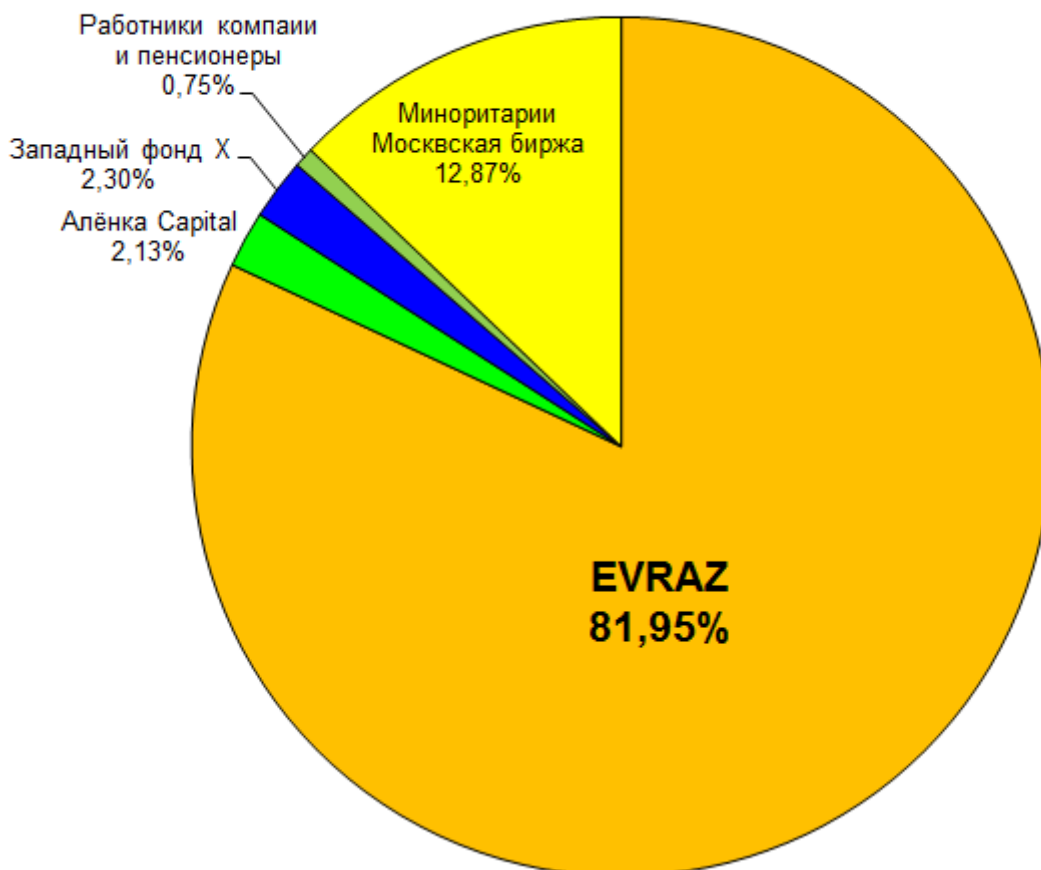
Традиционно сырьевой цикл работает следующим образом. Рынок очищается от неэффективных производителей в ходе фазы низких цен и это приводит к ралли на ресурс после возникновения дефицита, а потом снова на фоне благоприятных высоких цен растут инвестиции в добычу, происходят масштабные M&A и, так или иначе, через какое-то время рынок вновь сталкивается с переизбытком. Не надо быть гением, чтобы понять, когда же следует инвестировать в циклические сырьевые компании.

Ранее на этой логике сработала идея покупки расписок РУСАЛа. Однако Распадская представляет собой и дополнительные позитивные опции, выделяющие ее из аналогов. Напоминаю, что компания производит коксующийся уголь для металлургии и концентрат из него (не путать с углем для энергетики).

Находится в городе Междуреченск, на юге Кемеровской области. Там же находятся все основные производители коксующегося угля Кузбасса: **Сибуглемет, Южкузбассуголь и Южный Кузбасс.**

Важно помнить, что IPO Распадской прошло в конце 2006, 18% акций были проданы по **\$2,25** за штуку. Также компания проводила байбэк в начале 2012 по **\$5**, в ходе которого были выкуплены и погашены 78 млн. акций. В 2013 менеджмент компании (Геннадий Козовой и Александр Вагин) отчаявшись найти покупателя на весь актив по цене в \$5-6 млрд., продали свои 41% акций Распадской EVRAZ оценив одну бумагу в **\$3**. Продажа в основном прошла за акции EVRAZ (Козовой и Вагин получили по 5,5%), которые с тех пор выросли в рублях на 40%.

Структура акционеров Распадской



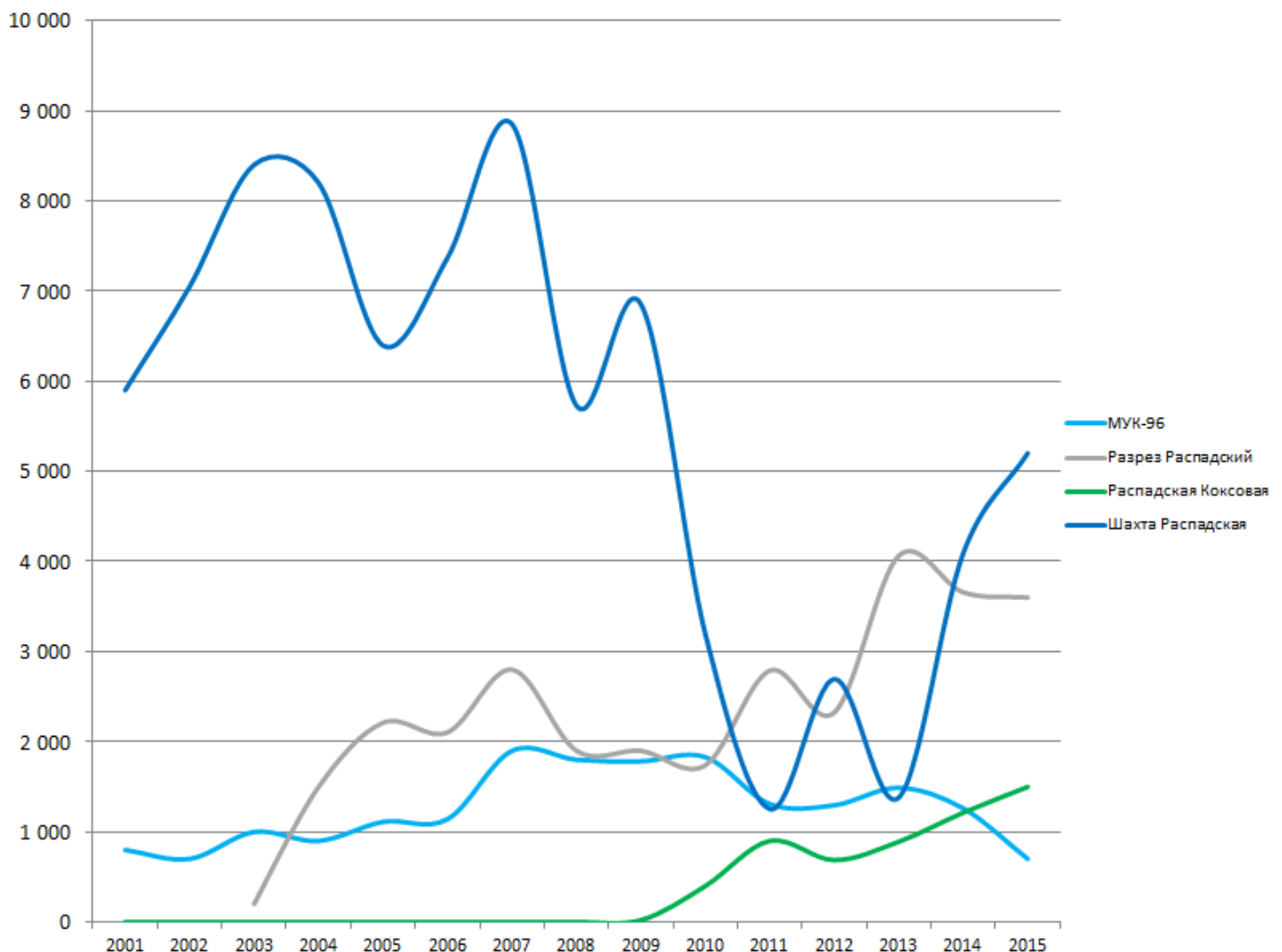
По итогам 2014 Распадская стала 2-й по добыче коксующегося угля в России, добыв 10,2 млн. тонн. В 2015 ожидается выход на первое место. EVRAZ теперь уверенно обеспечен своим углем и Распадская, в настоящий момент, завоевывает азиатский рынок, являясь типичным российским экспортером.

Драйверы роста:

1. 5 лет назад страшная авария унесла жизни 91 шахтера и привела к разрушению и частичной остановке крупнейшей шахты компании (**Шахта Распадская**). Холдинг нарастил добычу на трех дочках (**разрез Распадский, шахте МУК-96 и шахте Распадская-Коксовая**), тем самым скрасив потери. Тем не менее, авария привела к тому, что компания добывала последующие годы мало угля и много инвестировала в восстановление, что не могло не сказаться на финансовых показателях..

И вот сейчас мы видим, что добыча восстановлена. Менеджмент обещает добыть в 2015 5,2 млн. тонн на Шахте Распадской и в дальнейшем только увеличивать этот показатель, запасов хватит более чем на 100 лет. Так вот один из основных драйверов роста, это состоявшееся восстановление шахты Распадской (крупнейшей и самой рентабельной в России) и выход ее на полную мощность по добыче угля. Это событие очевидно еще не отыграно рынком.

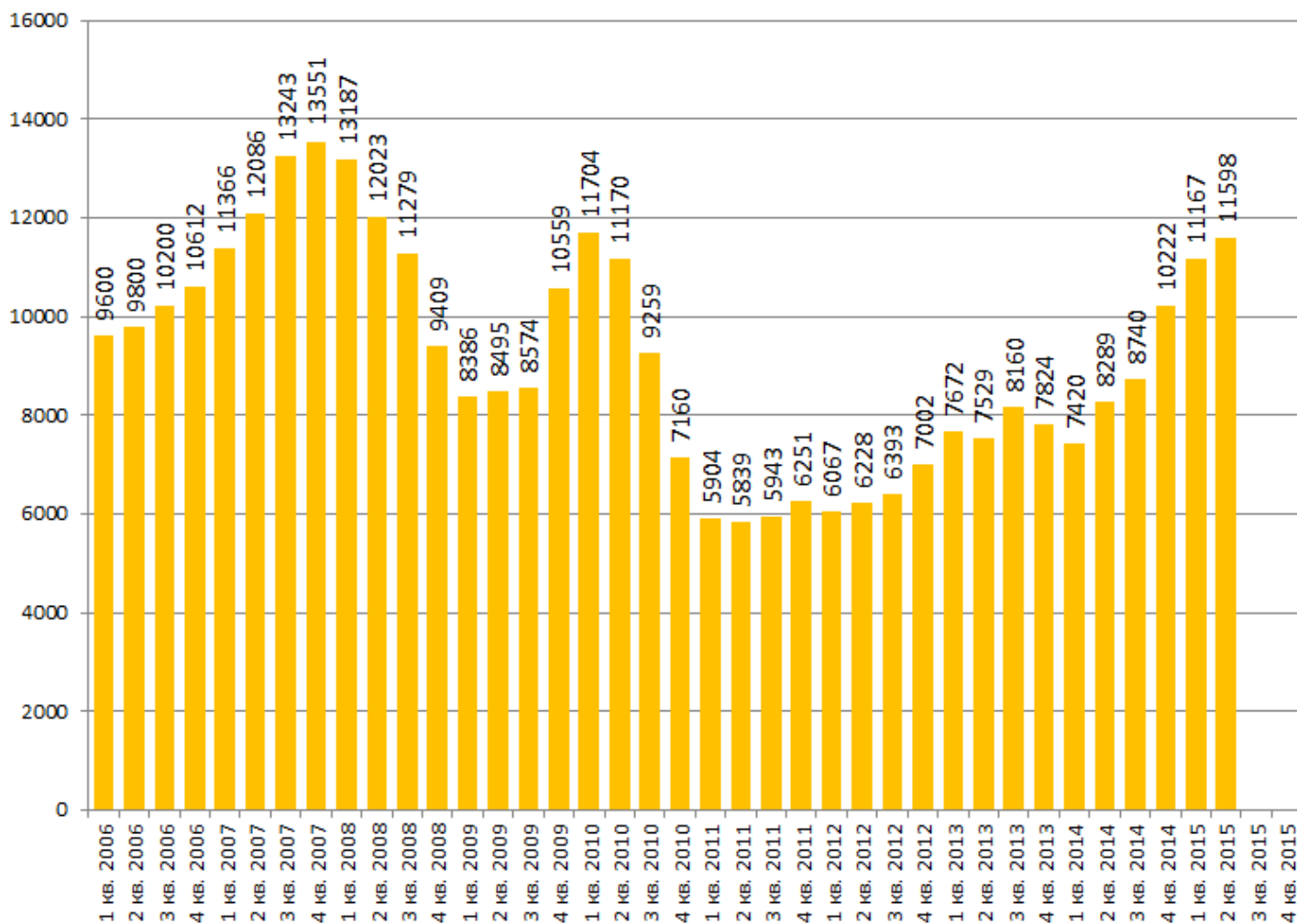
График 1. Добыча угольных предприятий компании в тыс. тонн.



Стоит отметить, что менеджмент приложил серьезные усилия к росту добычи на разрезе Распадский (открытый способ) и была построена новая шахта Распадская-Коксовая. Общая добыча холдинга, как мы видим, вернулась на докризисные и доаварийные уровни, когда Распадская торговалась на бирже по иным ценам.

График 2. Годовая добыча накопленным итогом, тыс. тонн.

Добыча угля (сумма 4 крайних кварталов)

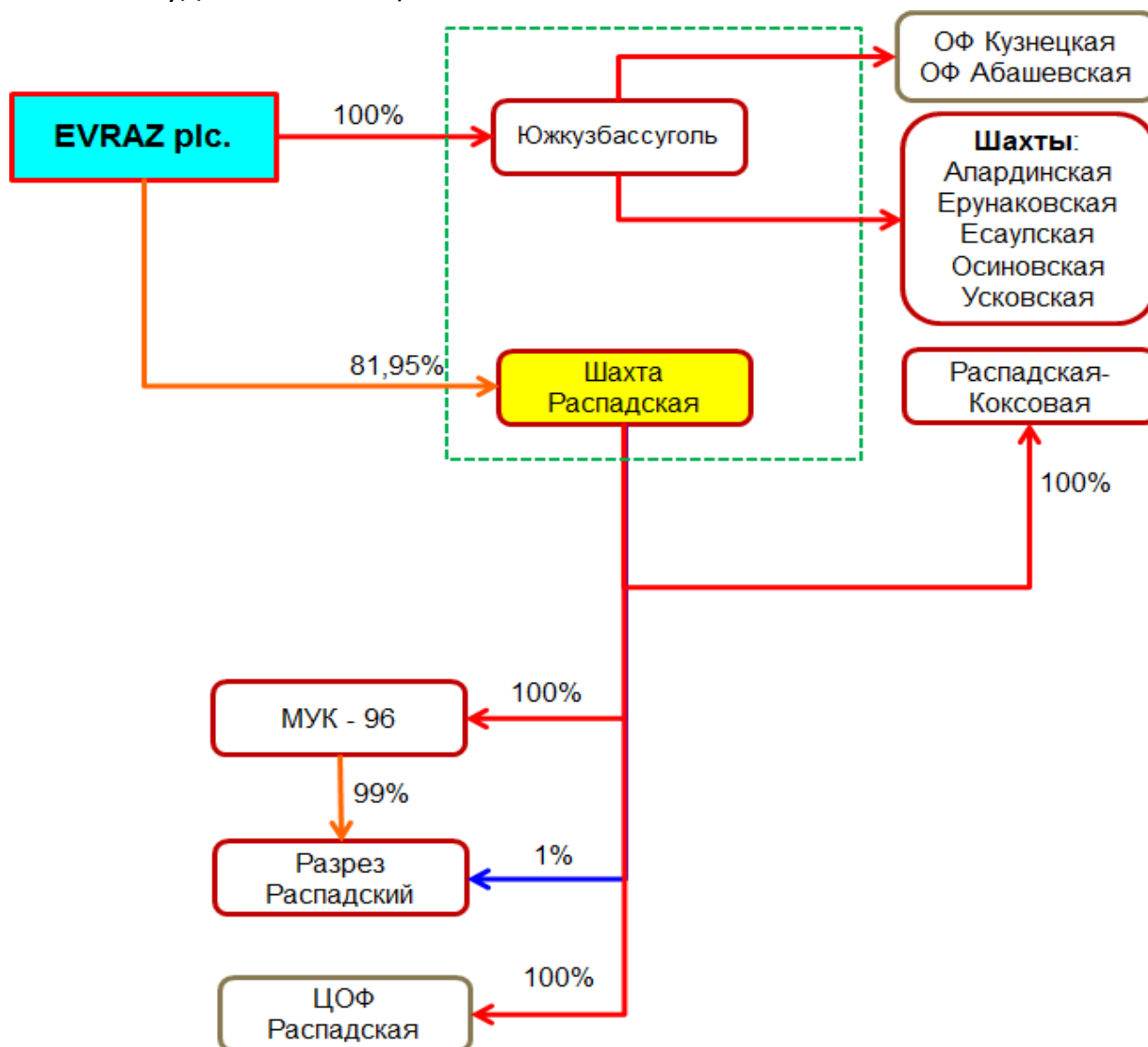


Менеджмент отмечает, что рассматривает план наращивания добычи на высокорентабельной шахте Распадской и готовит к вводу на полную мощность шахту Распадскую-Коксовую. А вот неэффективную шахту МУК-96 могут закрыть или присоединить с к соседней шахте Распадской в течение 12-24 мес.

Таким образом, с одной стороны Распадская это растущая компания, продемонстрировавшая феноменальные темпы роста добычи, но при этом следит за эффективностью и знаменита своей низкой рентабельностью (с учетом завершения восстановления шахты). Прогноз по добыче на 2015 год **10,5-11 млн. тонн.**

2. Драйвером роста может стать M&A сделка, которую готовит EVRAZ. Задуманное еще в 2007 объединение двух угольных компаний южного Кузбасса намечено на ближайшее время. Основной сценарий это присоединение Южкузбассуголя к Распадской. Распадская останется публичной. Менеджмент Распадской и представители EVRAZ говорят о том, что заинтересованы в листинге объединенной компании и squeeze-out не входит в их планы. EVRAZ всегда славился своими высокими корпоративными стандартами, являясь по сути западной компанией.

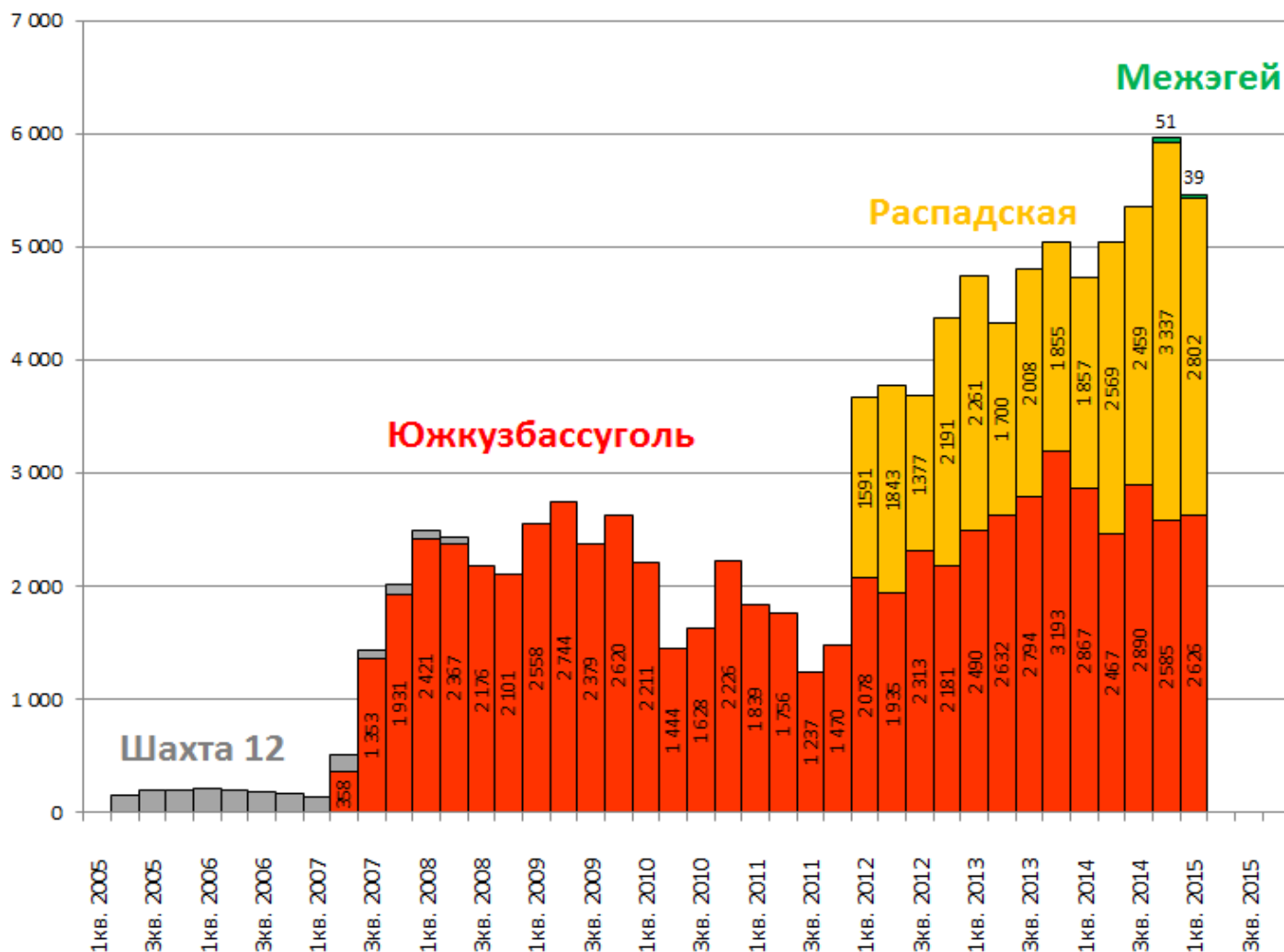
На управленческом уровне объединение уже состоялось. Глава EVRAZ-Coal Сергей Степанов, одновременно является гендиректором и в Распадской и в ЮКУ. Синергия для EVRAZ очевидна. Плюс, по словам Степанова для инвесторов снимаются риски влияния в прошлом проблемной шахты на показатели (добыча шахты в объединенной компании будет около 25%).



Объединенная компания станет №1 в России с долей на рынке коксующегося угля свыше 30%. Также она войдет в пятерку крупнейших на планете. Акции такого игрока будут стоить дороже, даже если пока не фантазировать об IPO и включении в индексы.

Отмечаю, что для EVRAZ угольный дивизион является важной точкой роста. Ни по стали, ни по руде, ни по ваннадию производство за последние годы не увеличилось. Холдинг Романа Абрамовича методично выкупил доли менеджмента в Южкузбассугле и Распадской и развивает Межэгейское месторождение в Туве. Шахты энергетического угля были проданы или закрыты, что подтверждает стратегию по созданию чисто коксующегося угольного игрока.

Уголь коксующийся EVRAZ тыс. тонн

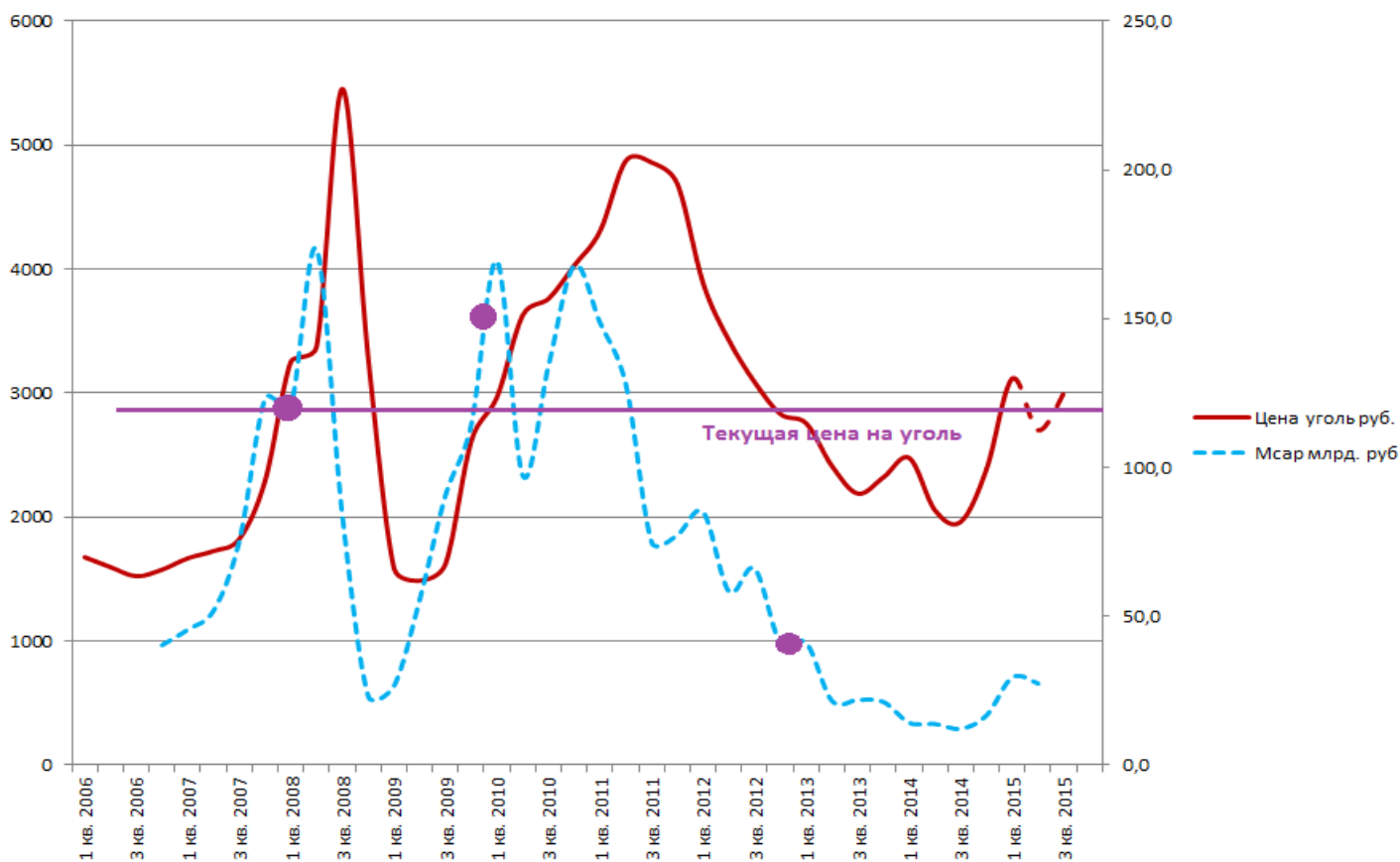


Последняя M&A в секторе дающая реальную оценку активам прошла в начале 2015 года. Arcelor Mittal продал 100% акций компании «Северный Кузбасс» (добыча 1,3 млн. тонн в 2013 и 0,5 млн. тонн в 2014) за 8,8 млрд. рублей с учетом долга. EV Распадской (рыночная капитализация + чистый долг) 53 млрд. рублей при добыче в 10,2 млн. тонн в 2014. Качество активов, себестоимость и запасы несопоставимы. Один из совладельцев EVRAZ Александр Абрамов называл Распадскую «царской» компанией.

С учетом того, что Arcelor зафиксировал убытки и фактически это была стрессовая продажа не самого качественного актива, на ее фоне текущая рыночная оценка Распадской выглядит крайне заниженной.

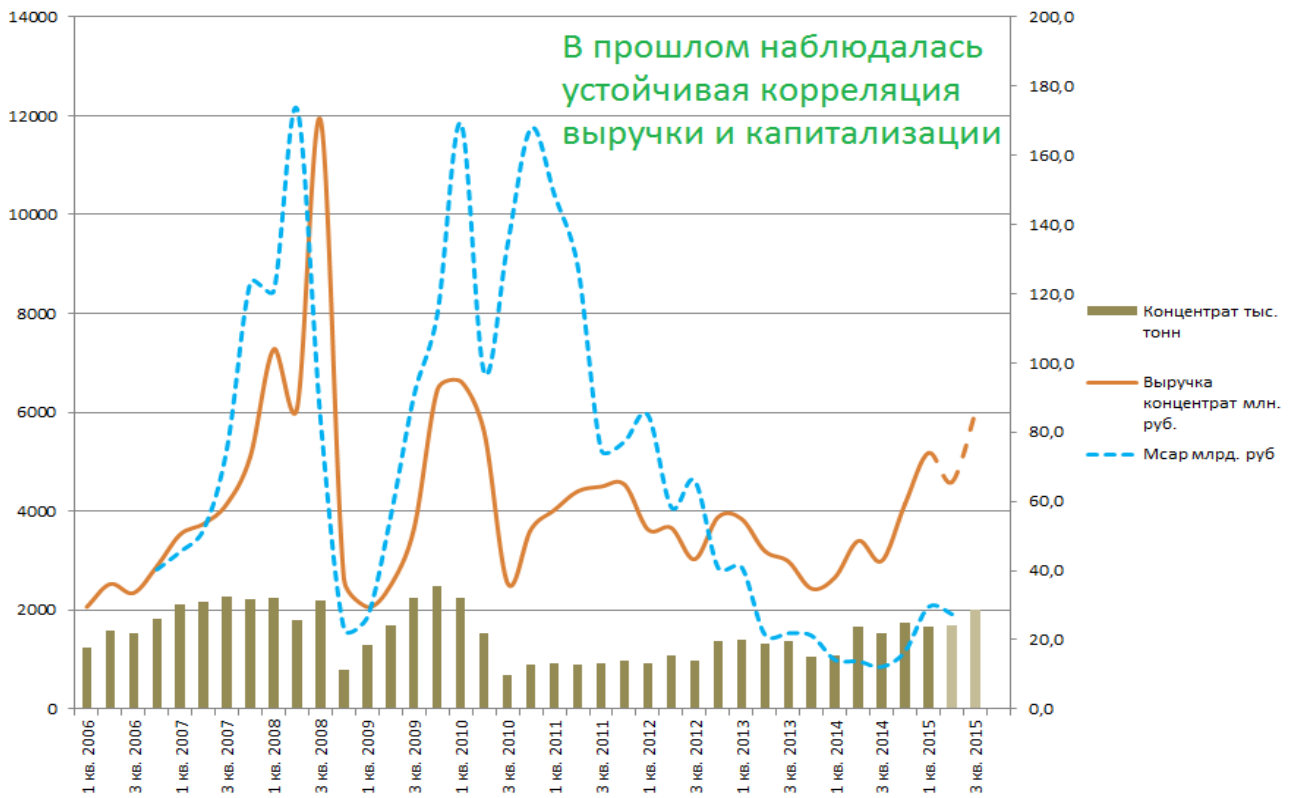
3. Компания стала прибыльной. Этому способствовали два фактора. Девальвация и восстановление шахты. Фактически мы увидели значительный рост рублевой цены на уголь, параллельно благодаря усилиям менеджмента снизилась себестоимость.

График 3. Корреляция цен на уголь и рыночной капитализации.

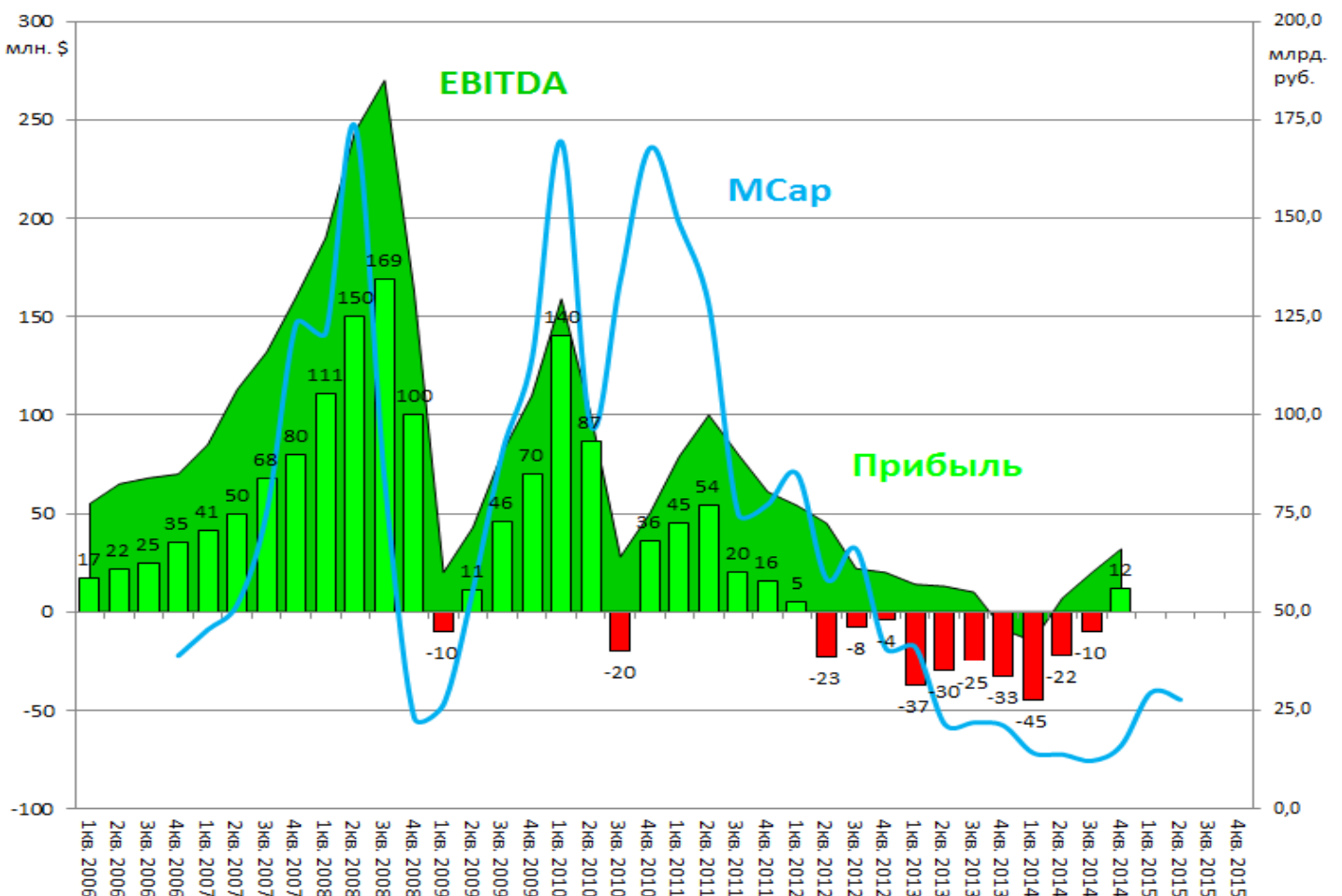


Мой график показывает одну интересную закономерность. Акции угольной компании начинали расти и падать в ходе больших циклов за 1-2 квартала до разворота ценовой конъюнктуры. То есть в 2007, 2009 и 2014, до того как цены на уголь в рублях начинали расти, акции уже проделывали первый путь вверх, по сути предугадывая изменения на рынке сырья. И наоборот, акции начинали стремительно падать еще в период высоких цен, когда ни один аналитик еще не пересмотрел свои позитивные прогнозы. Но это не акции предугадывали разворот рынка, а их продвинутые покупатели. То же самое мы видим и сейчас.

Конечно, многое зависит от доллара, который в последнее время стал функцией от нефти, то есть слабо предсказуемым фактором. В ходе коррекции валюты во втором квартале компания из сверхприбыльной стала просто прибыльной и это отразилось на котировках. Но уголь в рублях находится на уровне 2012 года, добыча выросла на 50%, а вот акции в два раза дешевле и главное сейчас совсем другая фаза сырьевого цикла. Цены на уголь в долларах замерли на минимальных значениях за 10 лет. График показывает также несоответствие цены на уголь в рублях и капитализации относительно прошлого.



Компания не выпускает квартальную отчетность по МСФО, поэтому реальные цифры и завершение **цикла в 6 полугодий убытков** мы увидим только в августе. Тем не менее, если вычесть потери по переоценке валютного долга, компания уже в 4 кв. 2014 года стала прибыльной на операционном уровне и заработала \$12 млн. По заверению менеджмента, при текущих ценах и курсе доллара компания прибыльна.



4. Менеджмент допускает выплату дивидендов, в качестве сигнала инвестиционному сообществу об успешном восстановлении шахты. EVRAZ столкнется с крупными выплатами по долгам в 2016, поэтому все дочки помогут материнской компании. Последний раз Распадская платила дивиденды в 2011 году, и акционеры тогда получили по 5 рублей на акцию. Дивидендная политика предусматривает выплату не менее 25% прибыли по МСФО.

В настоящий момент нераспределённая прибыль в Распадской (EVRAZ ранее использовал ее для выплат промежуточных дивидендов) равна 4,086 млрд. рублей или 5,81 рубль на акцию. Это максимальный размер возможных выплат на сегодня.

Отчет РСБУ за 1 кв. 2015 по ключевому активу холдинга Шахта Распадской показал уверенное восстановление финансовых показателей. Рублевая выручка почти на пике, что не может ни радовать.

Выручка РСБУ Шахта Распадская млн. руб.



Акции Распадской упали с 250 рублей до 15 с 2011 по 2014. Почему? К этим факторам отнесем, аварию, сокращение добычи, затраты на восстановление, неудачи с продажей компании в 2011, завершение байбэка в 2012, выход менеджмента из акционеров 2013 и появившиеся опасения «белонизации» компании, страх принудительного выкупа, плюс на фоне этого плохая конъюнктура угля.

Что **объективно** мы видим сейчас? Рост добычи, восстановление основной шахты, готовящееся объединение, сохранение высоких корпоративных стандартов и открытость менеджмента и отсутствие планов по делистингу. Конъюнктура угля с учетом девальвации с моей точки зрения закладывает отличную базу для взрывного роста финансовых показателей российских угольщиков уже в ближайшем будущем.

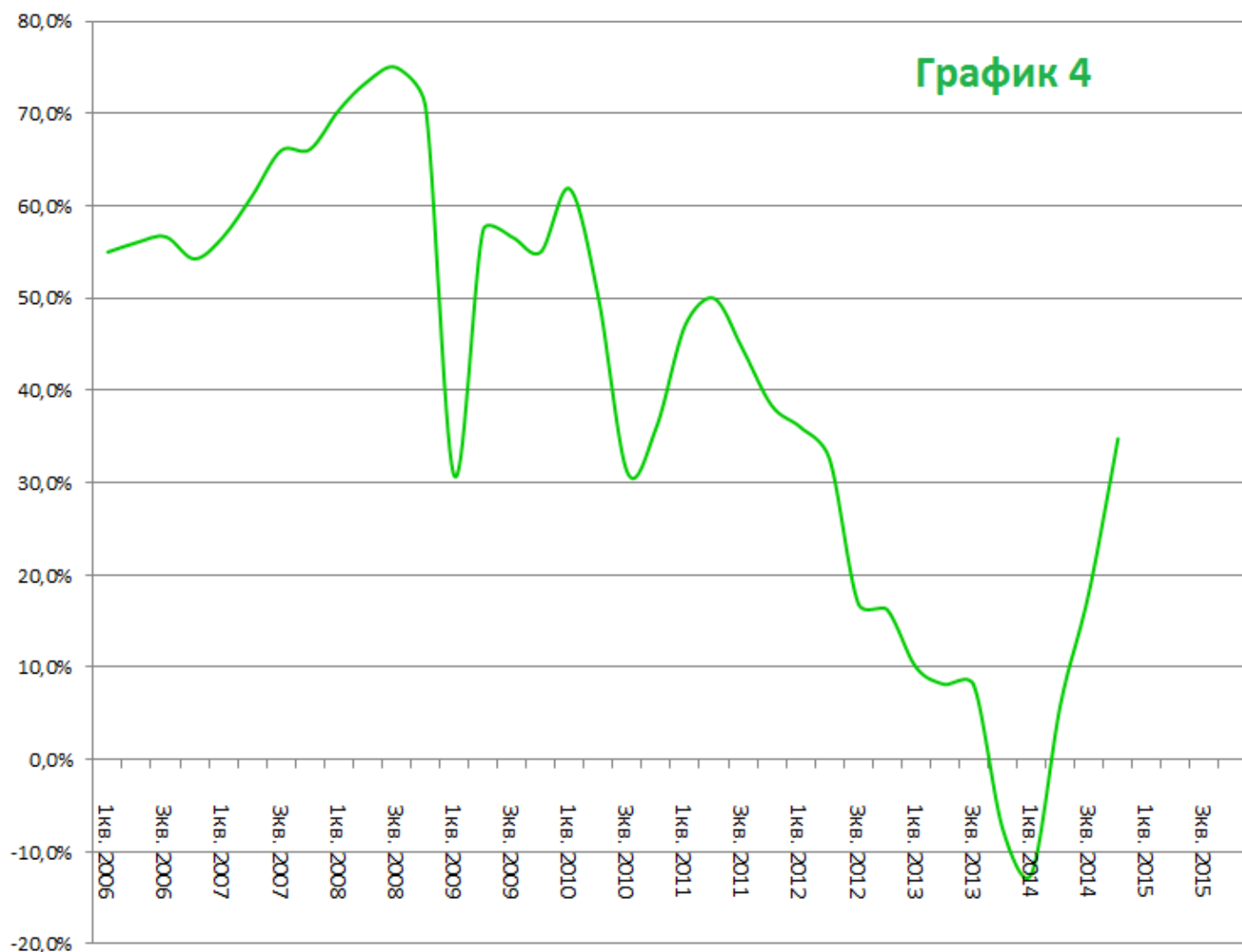
Также очень важно для понимания того, почему акции так сильно упали, стоит вспомнить о том, что у компании есть существенный долг в виде еврооблигаций с погашением в 2017 году. Когда компания долгое время была в убытке (2012, 2013 и 2014 годы), то очевидно столкнулась с трудностями в обслуживании долга. Как платить проценты, если нет прибыли? Акции обвалились, и некоторые аналитики даже заговорили о банкротстве Распадской, по примеру Мечела, несмотря на наличие такого мажоритария как EVRAZ. Сейчас мультипликатор debt/EBITDA может стремительно уйти ниже трех, что обычно вызывает восторг у вчерашних паникеров. Долг Распадской в виде еврооблигаций подорожал уже почти до номинала.



Еще раз отмечу тот факт, что аналитики любят коэффициент долг/ЕВITDA. Ожидаемое слияние с Южкрузабассуглем, увеличит ЕВITDA объединенной компании в 1,5-2 раза, без учета синергетического эффекта и эффекта масштаба. А вот чистый долг почти не вырастет. То есть долг будет «размазан». Соответственно у объединенной компании будут очень заманчивые мультипликаторы. Однако слияние может вызвать обязательство выставление оферты на публичный долг. Но с учетом помощи EVRAZa и благоприятной обстановке на рынке это не опасно.

Уже в 4-м квартале 2014 компания показала скачок рентабельности по ЕВITDA (как и многие другие российские экспортеры). Аналитики любят и этот показатель. В 2015 рентабельность будет очень привлекательной. Произойдет восстановление на докризисные уровни.

Рентабельность по ЕВITDA



Временной горизонт инвестицидеи с одной стороны довольно короткий и просматриваемый. В августе выйдет мощный отчет по МСФО и EVRAZ, скорее всего, определится с параметрами реорганизации своих угольных активов. В 2011 году примерно в июле были анонсированы промежуточные дивиденды.

При этом идея может быть частью стратегии участия в новом сырьевом цикле, который очевидно возникнет после ухода неэффективных производителей (процесс в разгаре).

Фактор Мечела. Реальность такова, что акции Распадской имеют очень высокую корреляцию, несмотря на, казалось бы, разные истории. Разрешение ситуации с долгами Мечела, несомненно, окажет влияние и на бумаги Распадской.



Еще раз усиленно предупреждаю, 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.*