



Угольные разрезы Южного Кузбасса

Дешевый вход в отрасль

Угольные разрезы Южного Кузбасса

Дешевый вход в отрасль

РОССИЯ

Угольная промышленность

12 июля, 2005 г.

Компания «Южный Кузбасс», входящая в группу Мечел, – второй по объемам добычи производитель угля России. В ее структуру входят несколько крупных разрезов и шахт с общей производительностью почти 16 млн. т в год, причем около 59% добываемого угля – это коксующийся уголь. Сейчас Южный Кузбасс проводит консолидацию активов, обменивая акции разрезов и шахт на свои бумаги, что позволяет инвесторам войти в капитал угольного гиганта.

На основании сделанной нами оценки стоимости Южного Кузбасса и вероятных коэффициентов конвертации, которые будут предложены миноритарным акционерам разрезов и шахт, мы рассчитали справедливую стоимость акций Красногорского, Ольжерасского разрезов, а также шахты им. Ленина. Согласно нашим расчетам, даже учитывая весьма несправедливые для миноритариев условия обмена, которые предлагает Южный Кузбасс, справедливая стоимость акций разрезов в несколько раз превышает их текущую рыночную стоимость, и мы рекомендуем покупать их.

- ▶ Увеличение спроса на металлургическую продукцию со стороны Китая и США, которое наблюдается с середины 2003 г., и отсутствие адекватного предложения спровоцировали стремительный рост цен. Вслед за ценами на металлы с некоторым запозданием повысились и цены на коксующийся уголь. Только за 2004 г. цены на него взлетели почти в два раза.
- ▶ Операционные расходы на добычу одной тонны угля варьируются по разным разрезам от \$10 до \$18, в то время как конечные потребители – металлургические заводы – покупают тот же уголь в среднем по \$80–90 за тонну. По нашим расчетам, реальный размер EBITDA по угольному бизнесу Мечела по итогам этого года составит более \$670 млн.
- ▶ Мечел еще в процессе подготовки к IPO начал реструктуризацию своего угольного бизнеса, пытаясь свести разрозненную цепочку производителей угля, обогатительных фабрик и торговых домов в единую компанию, понятную и прозрачную для миноритариев самого холдинга. Сейчас идет процесс обмена акций разрезов на акции Южного Кузбасса, который, по нашему мнению, закончится в течение года. Следующим шагом должны стать консолидация трейдерских подразделений Мечела и прекращение трансфертного ценообразования.
- ▶ Мы оценили стоимость Южного Кузбасса, исходя из его реальных финансовых показателей. В частности, EBITDA компании после устранения трансфертного ценообразования и консолидации активов составит \$671 млн., а выручка превысит \$1.1 млрд. Мы считаем, что справедливая капитализация Южного Кузбасса составляет не менее \$2.5 млрд., что согласуется с ценой, которую сам Мечел заплатил за Якутуголь весной этого года. Тогда за каждый миллион тонн добываемого угля в год Мечел заплатил \$182, а стоимость Южного Кузбасса, полученная нами в расчете на тонну добываемого угля, не превышает \$163.

	Выручка 2005П, \$ млн.	Текущая цена, \$	Справедли- вая цена, \$	Потенциал роста	Запасы, млн. т	Добыча, тыс. т	Доля кок- сующегося угля
Разрез Красногорский	88.47	250	718.1	187%	143	5676	0%
Разрез Ольжерасский	33.05	275	864.0	214%	н.д.	1507	77%
Шахта им. Ленина	57.00	120	429.4	258%	140	2262	98%

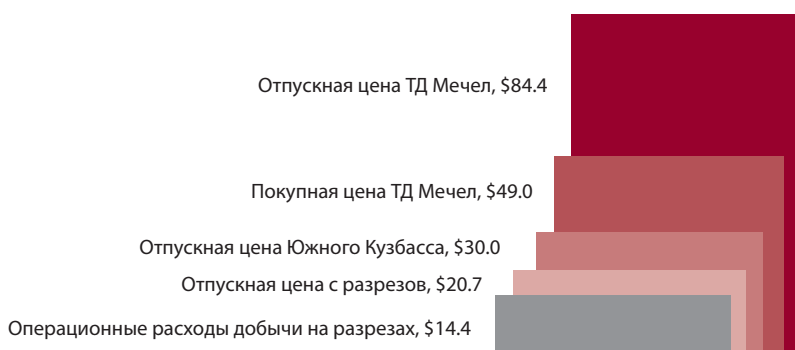
Структура угольных активов Мечела

Определение стоимости угольных разрезов необходимо начать с определения справедливой стоимости самого Южного Кузбасса с учетом того, что в перспективе это будет единая компания с открытой и понятной структурой и прозрачным процессом ценообразования.

Последние годы Мечел предпринимает меры по упорядочению и упрощению структуры своих угольных активов. Этот процесс заключается в консолидации угольных разрезов на балансе Южного Кузбасса, который станет единым угольным дивизионом в структуре Мечела. Уже приняты решения по реорганизации разреза Сибиргинский путем присоединения его к Южному Кузбассу, шахта Усинская присоединяется к шахте им. Ленина, которая, в свою очередь, будет присоединена к Южному Кузбассу. Судя по всему, до конца этого года к Южному Кузбассу будут присоединены и все остальные разрезы.

Общая структура угольных активов Мечела в настоящий момент очень запутана и совершенно непрозрачна, причем каждое звено в цепочке – от добычи до продажи угля – является фактически самостоятельным бизнесом. Сложная и разрозненная структура в прошлом позволяла защитить компанию от недружественного поглощения и скрыть реальный центр прибыли, однако сейчас она является помехой, так как не позволяет полностью вскрыть реальную эффективность и инвестиционную привлекательность угольного бизнеса Мечела. Мы считаем, что поскольку Южный Кузбасс является контролирующим акционером большей части угольных активов Мечела, консолидация будет проходить именно на его основе.

Структура ценообразования в горнодобывающем бизнесе Мечела, \$/т



Источник: отчеты компаний, расчеты Антанта Капитал

Как следует из квартальных отчетов разрезов, Южного Кузбасса и самого Мечела, реальный денежный поток от добывающего бизнеса группы распределен на целую цепочку компаний, причем не всегда возможно отследить все центры прибыли. Так, согласно отчетам Южного Кузбасса, его средняя отпускная цена углей составляет около \$30 за тонну, тогда как покупная цена, которую указывает в своих отчетах торговый дом Мечел, – \$49 за тонну. Неясно, где именно «оседают» \$19 с каждой тонны производимого угля из отчетов предприятия – правда, и оснований опасаться, что они выводятся из компании, нет. Тем не менее, именно такие «неясности» делают акции самого Мечела менее инвестиционно привлекательными и заставляют контролирующих акционеров компании проводить реструктуризацию бизнеса.

Для оценки стоимости Южного Кузбасса как компании, которая в итоге будет контролировать весь горнодобывающий сегмент бизнеса Мечела, мы постарались рассчитать ее реальные финансовые показатели, не учитывая существующее трансфертное ценообразование, в результате которого значительная часть денежного потока остается у торговых структур Мечела. Для этого мы оценили фактический объем выручки от реализации почти 16 млн. т угля в год и консолидировали операционные затраты, приходящиеся на разные звенья одной цепи. В итоге мы получили скорректированные финансовые показатели, которые отражают реальную рентабельность горнодобывающего бизнеса Мечела и позволяют оценить его справедливую стоимость.

Консолидация Южного Кузбасса и его стоимость

Первым звеном в цепочке горнодобывающих активов Мечела являются разрезы и шахты. Сейчас финансовые показатели разрезов не отражают реального положения дел, поскольку все добываемые угли разрезы по трансфертным ценам продают Южному Кузбассу. Однако анализ финансовых показателей угольных разрезов и шахт позволяет получить оценки по операционным расходам на добычу угля.

Себестоимость добычи угля

	Добыча, тыс. т		Операционные расходы, \$ тыс.		Операционные расходы в среднем на тонну, \$
	2004	1Q2005	2004	1Q2005	
Сибиргинский разрез	4 473	1174	77 570	23 426	18.65
Ольжерасский разрез	1 529	377	20 401	6 361	15.11
Красногорский разрез	4 619	1419	45 464	15 012	10.21
Томусинский разрез	2 662	677	30 293	9 202	12.49
Шахта им. Ленина	2 236	565	37 373	10 538	17.68

Источник: квартальные отчеты компаний, расчеты Антанта Капитал

Как видно из таблицы, операционные расходы (с учетом коммерческих и административных) не превышают \$18.6 за тонну, а в среднем составляют \$14.4 за тонну. При этом нужно отметить, что операционные расходы на добычу угля растут достаточно медленно – значительно медленнее цен на сам уголь.

Вторым звеном в цепочке угольного бизнеса Мечела является Южный Кузбасс – основной собственник всех разрезов. Он закупает угли у производителей по ценам в несколько раз ниже рыночных и занимается обогащением угля, осуществляет транспортировку, хранение и т.п.

И, наконец, третьим звеном в процессе продвижения угля от добычи до потребителя является торговый дом Мечел, который покупает уголь у Южного Кузбасса по \$49 за тонну, а продает его конечному потребителю за \$84 за тонну. Рентабельность по операциям с углем у торгового дома за первый квартал 2005 г. составила 64%, тогда как рентабельность по торговле металлом и коксом – 9% и 10% соответственно.

Таким образом, если принять в расчет сокращение промежуточных звеньев от добычи угля до поставки его конечному потребителю и то, что основные денежные потоки будут оставаться у Южного Кузбасса, можно подсчитать основные финансовые показатели компании. По нашей оценке, операционные расходы компании будут составлять \$28.9/т, из которых \$14.4/т – это расходы на добычу угля и \$14.5/т – это расходы на обогащение угля.

Мы считаем, что торговый дом Мечел так и останется оператором Южного Кузбасса по торговле углями и его маржа составит около 15% (тогда как сейчас она превышает 60%). Таким образом, отпускная цена угля Южного Кузбасса будет составлять \$71.4/т. С учетом прогнозной добычи на 2005 г. в размере 15.8 млн. т скорректированная выручка Южного Кузбасса составит \$1128 млн., а EBITDA – \$671.5 млн.

Финансовые показатели Южного Кузбасса

	Текущие показатели		С учетом корректировки
	2004	2005П	2005П
Выручка	542.40	636.29	1128.12
ЕБИТДА	87.54	71.54	671.5
Чистая прибыль	59.58	42.47	-

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Как видно из таблицы, в результате ухода от трансфертного ценообразования и консолидации денежных потоков на базе Южного Кузбасса операционная прибыль увеличится почти в 10 раз. Наши оценки операционной прибыли по угольному бизнесу Мечела подтверждаются и отчетом самой компании по МСФО за 2004 г., в котором указывается, что EBITDA горнодобывающего сегмента в прошлом году составила \$458 млн.

Оценка стоимости Южного Кузбасса

Имея значения реальных финансовых показателей Южного Кузбасса, мы провели оценку стоимости компании, используя сравнительные коэффициенты зарубежных компаний-аналогов из Китая, Индии, Индонезии, США, Чехии и Австралии.

Использование коэффициентов отечественных компаний-аналогов, которые торгуются на рынке (таких как Воркутауголь и шахта Воргашорская), не является корректным – присутствие трансфертного ценообразования в российских угольных компаниях не дает полного представления о рентабельности производства. Невозможность продажи угля добывающими компаниями напрямую конечному потребителю и наличие промежуточного звена в цепочке реализации угля лишают компании дополнительных денежных потоков и занижают их справедливую стоимость. Сравнение же с зарубежными компаниями является оправданным, так как по себестоимости и по качеству угля наши компании ничуть не уступают зарубежным аналогам. Ниже приведена таблица коэффициентов P/S, P/E, EV/EBITDA и P/BV зарубежных угледобывающих компаний.

Коэффициенты зарубежных угольных компаний

	Страна	P/E	P/S	EV/EBITDA	P/BV
SHANXI GUOYANG NEW ENERGY-A	Китай	13.57	1	8.04	2.11
GUIZHOU PANJIANG REFINED-A	Китай	20.19	0.94	9.68	1.21
SHANGHAI ACE CO LTD-A	Китай	26.6	0.96	7.59	1.99
INNER MONGOLIA YITAI COAL-B	Китай	7.72	1.14	4.81	2.52
BUMI RESOURCES	Индонезия	13.61	1.68	6.23	11.35
CENTENNIAL COAL	Австралия	16.3	1.71	8.27	2.51
GREAT LAKES CARBON INCOME FU	США	26.56	0.56	8.38	1.43
GUJARAT NRE COKE	Индия	12.89	4.1	2.63	9.31
MACARTHUR COAL	Австралия	88.26	4.68	8.77	6.54
GUJARAT NRE COKE	Индия	12.9	4.11	2.63	9.32
Ostravsko Karvinske Doly AS (OKD)	Чехия	6.2	0.97	0.89	0.91
PT TAMBANG BATUBARA BUKIT ASAM Tbk	Индонезия	7.97	1.28	3.84	1.98
SOKOLOVSKA UHELNA	Чехия	7.8	0.8	1.33	0.55
Среднее значение		20.04	1.84	5.62	3.98

Источник: Bloomberg

Мы считаем, что коэффициент EV/EBITDA наилучшим образом подходит для оценки Южного Кузбасса. Как видно из таблицы, показатель EV/EBITDA для зарубежных угольных компаний составляет 5.6. Мы полагаем, что для Южного Кузбасса справедливый коэффициент по показателям 2005 г. должен составить не менее 4. Пониженный коэффициент объясняется более высокими рисками инвестирования в акции Южного Кузбасса.

Справедливая капитализация Южного Кузбасса по EV/EBITDA

	Выручка 2005П, \$ млн.	EBITDA, \$ млн.	Норма EBITDA	Долг, \$ млн.	Капитализация по EV/EBITDA=4, \$ млн.
Южный Кузбасс	1128.12	671.50	60%	100.00	2586.00

Источник: расчеты Антанта Капитал

Еще одним методом оценки Южного Кузбасса может быть оценка его на основе проходивших в отрасли сделок. Единственная сделка, которая, по нашему мнению, может в данном случае рассматриваться, это покупка 25% Якутугля в ходе частичной приватизации компании весной этого года. Напомним, что победителем аукциона, на котором присутствовали все крупнейшие металлургические холдинги, был признан сам Мечел, заплативший \$411 млн.

В результате аукциона капитализация Якутугля была оценена в \$1644 млн. Балансовые запасы коксующегося угля компании составляют 300 млн., а годовая добыча достигает 9 млн. т угля. В расчете на тонну добываемого угля цена аукциона составила \$182, а в расчете на тонну запасов – \$5.4.

Южный Кузбасс в сравнении с Якутуглем

	Капитализация, \$ млн.	Добыча, млн. т	Запасы, млн. т	МСАР/добычу, \$/т	МСАР/запасы, \$/т
Якутуголь	\$1644	9.0	300	182	5.4
Южный Кузбасс	\$2586*	15.8	1080**	163	2.4

Источник: данные компаний, расчеты Антанта Капитал

*По оценке, полученной нами в результате сравнительного анализа

**С учетом последних полученных лицензий на 600 млн. т балансовых запасов

Оценка разрезов Южного Кузбасса

Получив справедливую капитализацию Южного Кузбасса, мы можем оценить справедливую стоимость акций разрезов. Для этого мы воспользовались коэффициентами обмена, предложенными акционерам разреза Сибиргинский при присоединении его к Южному Кузбассу. Для этого разреза были установлены следующие коэффициенты обмена: одна обыкновенная акция разреза обменивается на 16 акций Южного Кузбасса, а одна привилегированная – на 15 акций. По нашему мнению, предложенные коэффициенты обмена далеки от справедливых, и при должном внимании к правам миноритарных акционеров могли бы быть существенно выше. Этот вывод мы сделали, анализируя долю Сибиргинского разреза в добыче Южного Кузбасса, размеры чистых активов двух компаний и предложенные коэффициенты обмена.

Коэффициенты, предложенные акционерам Сибиргинского разреза (по данным за 2004 г.)

Показатель	Значение
Чистые активы Сибиргинского разреза, \$ млн.	29.3
Добыча Сибиргинского разреза, млн. т	4.7
Чистые активы Южного Кузбасса, \$ млн.	112
Добыча Южного Кузбасса, млн. т	15.2
<i>Доля Сибиргинского разреза в объединенной компании по чистым активам</i>	<i>20%</i>
<i>Доля Сибиргинского разреза в объединенной компании по добыче</i>	<i>31%</i>
Количество обыкновенных акций Сибиргинского разреза	203 281
Количество привилегированных акций Сибиргинского разреза, млн.	63 625
Количество обыкновенных акций Южного Кузбасса, млн.	46 713 850
Количество акций Южного Кузбасса, полученных акционерами Сибиргинского разреза	4 206 871
Доля в капитале Южного Кузбасса, предложенная акционерам Сибиргинского разреза,	9%

Источник: данные компаний, расчеты Антанта Капитал

По нашему мнению, акции других разрезов будут обмениваться на бумаги Южного Кузбасса в тех же пропорциях, что и акции Сибиргинского разреза. Исходя из справедливой капитализации Южного Кузбасса, равной \$2586 млн., мы определили стоимость акций разрезов.

Коэффициенты конвертации и справедливая цена акций разрезов

	Чистые активы 2004, \$ млн.	Доля по чистым активам, \$ млн.	Добыча, тыс. т	Доля по добыче, \$ млн.	Расчетная доля в капитале Южного Кузбасса	Расчетная капитализация, \$ млн.	Расчетная цена за акцию*, \$
Разрез Красногорский	30.3	21.4%	5 676	37.5%	10.2%	264.3	718.1
Разрез Ольжерасский	11.9	9.6%	1 507	9.9%	3.4%	88.0	864.0
Шахта им. Ленина	-1.3	отр.	2 262	14.9%	5.2%	134.2	429.4
Разрез Сибиргинский	29.3	20.8%	4 696	31.0%	9.0%		
Разрез Томусинский	25.1	18.4%	2 708	17.9%	6.3%		
Южный Кузбасс	111.6	-	15 153	100%	-	2 586	

Источник: данные компаний, расчеты Антанта Капитал

*Одну привилегированную акцию мы считали за 15/16 обыкновенной

Красногорский разрез

РОССИЯ
Угольная промышленность

	Выручка (\$ млн.)	ЕВITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕВITDA	P/E
2002	31.18	5.72	1.91	2.46	13.41	42.77
2003	38.58	6.39	1.42	1.99	12.02	57.51
2004	55.69	12.88	6.49	1.38	6.33	5.96
2005П	88.47	27.53	16.72	0.87	2.96	2.79

Красногорский разрез – крупнейшая добывающая компания Южного Кузбасса по объему добычи угля и вторая, после Сибиргинского разреза, по объему выручки. Оценка методом сравнительных коэффициентов показала, что справедливая стоимость акции Красногорского разреза составляет \$718.

► Благодаря высокому спросу на уголь на мировом рынке в 2004 г. произошел резкий скачок цен на данный вид сырья. Эта ситуация повлекла за собой улучшение финансовых показателей угольных компаний. Так, рост выручки разреза Красногорский в прошлом году составил 44%, притом что разрез продает всю свою продукцию Южному Кузбассу по ценам, которые значительно ниже рыночных.

► Разрез Красногорский разрабатывает Сибиргинское и Томское месторождения каменного угля. Балансовые запасы углей марок «Т» и «А» составляют 143 млн. т, из них метаморфозных углей – 13 млн. т. Установленный минимальный уровень добычи – 5 млн. т, максимальный – до 8 млн. т в год.

► В составе разреза находится модульная обогатительная фабрика, на которой обогащается ежегодно около 1.5–2 млн. т тощих и метаморфозных углей. В настоящее время идет строительство второй обогатительной фабрики, что увеличит мощность и количество переработки углей.

► На Красногорском разрезе добываются только энергетические угли, и себестоимость добычи на этом разрезе самая низкая среди всех разрезов и шахт Южного Кузбасса. Учитывая достаточно большой объем готовых к разработке углей и их легкодоступность, мы считаем, что этот разрез является очень важным для Южного Кузбасса активом.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$250

Справедливая цена: \$718

Потенциал роста: 187%

Тикеры

RTS	-
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

Южный Кузбасс	88.2%
Прочие	11.8%

Структура капитала

Цена АО (\$)	250
Количество АО	327 400
Цена АП (\$)	-
Количество АП	43 360
Капитализация (\$ млн.)	76.8
Чистый долг (\$ млн.)	-0.04
EV (\$ млн.)	76.8

Финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2002	2003	2004	2005П
Выручка	31.18	38.58	55.69	88.47
Себестоимость	25.46	26.57	35.62	52.98
Валовая прибыль	5.72	12.01	20.08	35.49
Ком. и упр. расходы	0.00	5.62	7.20	7.96
ЕВИТДА	5.72	6.39	12.88	27.53
Амортизация	1.78	2.22	2.65	2.76
ЕВИТ	3.94	4.16	10.23	24.77
Процентные расходы	0.00	0.11	0.02	0.00
Прочие расходы	1.13	1.67	1.36	2.17
Прибыль до налогов	2.81	2.39	8.84	22.60
Налог на прибыль	0.90	0.97	2.35	5.88
Чистая прибыль	1.91	1.42	6.49	16.72

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Баланс, \$ млн.

	2002	2003	2004
Внеоборотные активы	21.95	23.84	26.43
Нематериальные активы	0.00	0.00	0.00
Здания, сооружения	19.10	22.78	24.55
Прочие внеоборотные активы	2.86	1.06	1.89
Оборотные активы	7.69	5.96	10.53
Запасы	5.23	4.32	6.27
Дебиторская задолженность	0.73	0.73	3.57
Краткосрочные финансовые вложения	0.01	0.01	0.10
Денежные средства и эквиваленты	0.06	0.10	0.04
Прочие оборотные активы	1.66	0.80	0.54
Всего активов	29.65	29.80	36.96
Краткосрочные обязательства	9.42	6.05	5.03
Займы и кредиты	1.04	0.34	0.00
Кредиторская задолженность	8.35	5.64	4.96
Прочие краткосрочные обязательства	0.04	0.07	0.07
Долгосрочные обязательства	1.08	1.57	1.65
Займы и кредиты	0.00	0.00	0.00
Прочие долгосрочные обязательства	1.08	1.57	1.65
Капитал и резервы	19.15	22.18	30.28
Уставный капитал	0.01	0.01	0.01
Добавочный капитал	9.19	9.94	8.23
Нераспределенная прибыль	9.94	12.22	22.04
Всего пассивов	29.65	29.80	36.96

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Ольжерасский разрез

	Выручка (\$ млн.)	ЕБИТДА (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2002	15.36	1.88	0.11	1.85	11.56	252.82
2003	19.59	4.41	1.78	1.45	4.94	15.98
2004	26.13	7.27	3.96	1.09	3.00	7.18
2005П	33.05	10.31	5.63	0.86	2.11	5.05

Разрез Ольжерасский – одно из крупнейших угольных месторождений Южного Кузбасса, 77% добычи которого – коксующиеся угли. Мы провели оценку справедливой стоимости акций разреза Ольжерасский и пришли к выводу, что она составляет \$864.

▶ С момента создания разреза Ольжерасский годовая производственная мощность по добыче угля неоднократно менялась по мере отработки до проектных границ и закрытия отдельных геологических участков, а также при передаче, прирезке и вводе в работу новых геологических участков. В настоящее время производственная мощность по добыче угля на разрезе Ольжерасский составляет 1.5 млн. т угля.

▶ Наличие перспективных запасов и относительно благоприятные условия добычи угля, развитая производственная инфраструктура позволяют иметь разрезу достаточно высокую производственную и финансовую устойчивость.

▶ Темп роста выручки в 2004 г. составил 33%. Рост чистой прибыли – 122%. На предприятии значительно повысилась операционная рентабельность. Так, норма ЕБИТДА и чистой прибыли в 2003 г. составляли 22% и 9%, а в 2004 г. эти показатели выросли до 28% и 15% соответственно.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$275

Справедливая цена: \$864

Потенциал роста: 214%

Тикеры

RTS	-
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

Южный Кузбасс	80.92%
Прочие	19.08%

Структура капитала

Цена АО (\$)	275
Количество АО	77 600
Цена АП (\$)	-
Количество АП	25 876
Капитализация (\$ млн.)	28.5
Чистый долг (\$ млн.)	0.44
EV (\$ млн.)	28.9

Финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2002	2003	2004	2005П
Выручка	15.36	19.59	26.13	33.05
Себестоимость	13.48	15.18	14.66	18.06
Валовая прибыль	1.88	4.41	11.48	14.99
Ком. и упр. расходы	0.00	0.01	4.21	4.67
ЕБИТДА	1.88	4.41	7.27	10.31
Амортизация	1.10	1.12	1.53	2.76
ЕБИТ	0.79	3.29	5.73	7.56
Процентные расходы	0.16	0.08	0.14	0.18
Прочие расходы	0.40	0.65	0.32	0.25
Прибыль до налогов	0.22	2.56	5.27	7.13
Налог на прибыль	0.11	0.78	1.31	1.49
Чистая прибыль	0.11	1.78	3.96	5.63

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Баланс, \$ млн.

	2002	2003	2004
Внеоборотные активы	5.17	7.07	14.48
Нематериальные активы	0.00	0.00	0.00
Здания, сооружения	4.16	5.50	10.24
Прочие внеоборотные активы	1.02	1.58	4.25
Оборотные активы	2.08	3.81	3.06
Запасы	0.92	0.87	1.57
Дебиторская задолженность	1.06	2.79	0.73
Краткосрочные финансовые вложения	0.00	0.00	0.00
Денежные средства и эквиваленты	0.03	0.07	0.08
Прочие оборотные активы	0.07	0.09	0.68
Всего активов	7.25	10.89	17.54
Краткосрочные обязательства	1.87	1.42	5.20
Займы и кредиты	0.00	0.05	0.52
Кредиторская задолженность	1.87	1.37	4.68
Прочие краткосрочные обязательства	0.00	0.00	0.00
Долгосрочные обязательства	0.22	2.04	0.44
Займы и кредиты	0.00	1.70	0.00
Прочие долгосрочные обязательства	0.22	0.34	0.44
Капитал и резервы	5.15	7.43	11.91
Уставный капитал	0.00	0.00	0.00
Добавочный капитал	4.68	5.06	5.37
Нераспределенная прибыль	0.46	2.36	6.53
Всего пассивов	7.25	10.89	17.54

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Шахта им. Ленина

	Выручка (\$ млн.)	ЕБИТДА (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2002	21.20	5.28	1.55	1.80	8.30	18.42
2003	23.33	2.25	-2.42	1.63	19.49	-11.8
2004	45.52	10.89	4.55	0.84	4.03	6.28
2005П	57.00	14.91	7.67	0.67	2.94	3.73

Шахта им. Ленина – один из крупнейших угольных активов Южного Кузбасса, почти 100% добычи которого – коксующиеся угли. Шахта находится на Ольжерасском каменноугольном месторождении, которое отличается большими доказанными запасами угля. Мы провели оценку справедливой стоимости акций шахты им. Ленина и пришли к заключению, что она составляет \$429.

► Размер доказанных запасов шахты им. Ленина категории А+В+С1 составляет 90.3 млн. т и около 50 млн. т категории С2. Годовой уровень добычи с 2006 г. по 2013 г. предполагается увеличить до 2.7 млн. т.

► Благодаря росту спроса на продукцию предприятия, а также повышению цен на уголь, рост выручки в 2004 г. составил 95%. Чистая прибыль увеличилась с убытка в \$2.42 млн. в 2003 г. до чистой прибыли в \$4.55 млн. На предприятии значительно повысилась операционная рентабельность. Так, если норма ЕБИТДА в 2003 г. составляла 10%, то в 2004 г. этот показатель достиг 24%.

► 15 июня 2005 г. на общем собрании акционеров было принято решение о реорганизации шахта Усинская посредством присоединения ее к шахте им. Ленина. Таким образом, к балансовым запасам шахты им. Ленина прибавится еще около 72 млн. т запасов и 650 тыс. т в год дополнительной выработки угля.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$120

Справедливая цена: \$429

Потенциал роста: 257%

Тикеры

RTS	-
Bloomberg	-
Reuters	-
ADR/GDR	-
Количество акций в ADR/GDR	-

Основные акционеры

Южный Кузбасс	78.52%
Прочие	21.48%

Структура капитала

Цена АО (\$)	120
Количество АО	238 135
Цена АП (\$)	-
Количество АП	79 378
Капитализация (\$ млн.)	33.3
Чистый долг (\$ млн.)	5.8
EV (\$ млн.)	39.1

Финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.

	2002	2003	2004	2005П
Выручка	21.20	23.33	45.52	57.00
Себестоимость	15.92	15.70	26.89	32.39
Валовая прибыль	5.28	7.63	18.63	24.61
Ком. и упр. расходы	0.00	5.38	7.75	9.70
ЕВИТДА	5.28	2.25	10.89	14.91
Амортизация	2.39	2.40	2.74	2.95
ЕВИТ	2.90	-0.15	8.15	11.96
Процентные расходы	0.00	0.86	0.90	1.13
Прочие расходы	0.60	1.14	0.62	0.78
Прибыль до налогов	2.30	-2.15	6.63	10.06
Налог на прибыль	0.75	0.28	2.08	2.39
Чистая прибыль	1.55	-2.42	4.55	7.67

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Баланс, \$ млн.

	2002	2003	2004
Внеоборотные активы	12.72	17.40	22.71
Нематериальные активы	0.00	0.00	0.00
Здания, сооружения	11.77	15.60	17.37
Прочие внеоборотные активы	0.95	1.81	5.34
Оборотные активы	6.97	3.17	5.45
Запасы	0.44	0.61	1.98
Дебиторская задолженность	5.66	1.20	1.15
Краткосрочные финансовые вложения	0.13	0.09	0.00
Денежные средства и эквиваленты	0.05	0.00	0.05
Прочие оборотные активы	0.69	1.27	2.28
Всего активов	19.70	20.58	28.15
Краткосрочные обязательства	16.76	22.02	25.68
Займы и кредиты	0.00	4.26	2.66
Кредиторская задолженность	15.36	16.42	21.78
Прочие краткосрочные обязательства	1.40	1.35	1.24
Долгосрочные обязательства	6.00	4.25	3.81
Займы и кредиты	5.75	3.88	3.16
Прочие долгосрочные обязательства	0.25	0.36	0.65
Капитал и резервы	-3.06	-5.69	-1.33
Уставный капитал	0.01	0.01	0.01
Добавочный капитал	13.86	14.81	13.55
Нераспределенная прибыль	-16.93	-20.52	-14.89
Всего пассивов	19.70	20.58	28.15

Источник: данные компании, расчеты Антанта Капитал

Аналитический департамент

тел.: +7 (095) 783-96-26; факс: +7 (095) 783-96-27

Денис Матафонов

Директор департамента
Электроэнергетика
dmatafonov@antanta-capital.com

Александр Блохин

Нефть и газ
Химия
ablokhin@antanta-capital.com

Юлия Кнунянц

Потребительский сектор
jknunyants@antanta-capital.com

Илья Макаров

Машиностроение
makarovi@antanta-capital.com

Владимир Попов

Металлургия
popovv@antanta-capital.com

Анна Крылова

Телекоммуникации
akrilova@antanta-capital.com

Стивен Фраузел

Переводчик
frauзels@antanta-capital.com

Мария Гаврина

Редактор
gavrinam@antanta-capital.com

Андрей Шаповаленко

Дизайнер-верстальщик
shapovalenkoa@antanta-capital.com

Торговый департамент

тел.: +7 (095) 783-44-00; факс: +7 (095) 783-96-27

Аслан Халишхов

Директор департамента
aslan@antanta-capital.com

Domestic Sales

Владимир Кубраченко

Антон Макаров

Виктор Танасов

Виктор Моисеенко

International Sales

Александр Докучаев

Александр Антипов

Евгений Сотников

Игорь Данилов

© 2003-2005 Антанта Капитал. Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Аналитический отдел компании Антанта Капитал и ее аффилированные члены не несут ответственности за использование данной информации. Инвестиции в российскую экономику и ценные бумаги сопряжены с большим риском. Исходя из этого, инвесторам рекомендуется проводить тщательную проверку финансово-экономической деятельности эмитентов перед принятием инвестиционного решения. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.